Prioritet og minoritet

En analyse av prioritetsregelen og dens betydning for tapsfordelingen mellom kreditorer og aksjonærer ved rekonstruksjon med tvangsakkord

Kandidatnummer:

124

Antall ord:

37 212



JUS397 Masteroppgave

Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

18.06.2026

Innholdsfortegnelse

1. Innledning ... 3

1.1. Tema og aktualitet ... 3

1.2. Problemstillinger ... 6

1.3. Rettskildebildet og metodiske utfordringer ... 8

1.4. Avgrensninger og presiseringer ... 11

2. Forholdet mellom fordelingen i konkurs og rekonstruksjon ... 13

2.1. Kollektiv gjeldsforfølgning som felles utgangspunkt ... 13

2.2. Konkurs ... 14

2.2.1. Hovedtrekkene i en konkursbehandling ... 14

2.2.2. Creditors' bargaining theory ... 15

2.2.3. Formål og hensyn ... 17

2.2.4. Prioritetsreglene ved konkurs ... 18

2.3. Rekonstruksjon ... 21

2.3.1. Hovedtrekkene i en rekonstruksjon med tvangsakkord ... 21

2.3.2. Formål, funksjon og hensyn ... 25

2.3.3. Rekonstruksjonsoverskuddet og aksjonærenes bidrag ... 27

2.3.4. Tvangsakkord som løsning på holdout-problemet og behovet for en prioritetsregel ... 29

2.4. Begrunnelsen for ulike fordelingsprinsipper i konkurs og rekonstruksjon ... 31

3. Ulike modeller for prioritetsregelen ... 33

3.1. Innledning ... 33

3.2. Prioritetsregelens samspill med andre regler ... 33

3.2.1. Klasseinndeling og gjennomtvingelse ... 33

3.2.2. Best interest test ... 35

3.3. Rekonstruksjonsdirektivets tilnærming ... 36

3.3.1. Valg av prioritetsregel ... 36

3.3.2. Absolute Priority Rule ... 37

3.3.3. Relative Priority Rule ... 38

3.3.4. Relaxed Absolute Priority Rule ... 39

3.3.5. Innvendinger mot anvendelsen av de ulike prioritetsreglene ... 40

3.3.6. Innvendinger mot utformingen av prioritetsreglene ... 45

3.3.6.1. Tolkningstvil om vilkåret «lavere prioriteret klasse» ... 45

3.3.6.2. Vaghet i unntaksbestemmelsen ... 47

4. Utsyn til prioritetsregelen i andre land ... 50

4.1. Innledning ... 50

4.2. USA ... 50

4.2.1. Kontekst ... 50

4.2.2. Vilkår for gjennomtvingelse ... 52

4.2.2.1. Generelt ... 52

4.2.2.2. Vilkår for gjennomtvingelse av sikrede kreditorer ... 53

4.2.2.3. Vilkår for gjennomtvingelse av usikrede kreditorer ... 53

4.3. Sverige ... 56

4.3.1. Kontekst 56
4.3.2. Vilkår for gjennomtvingelse 58
4.4. Danmark 61
4.4.1. Kontekst 61
4.4.2. Vilkår for gjennomtvingelse 64
5. Prioritetsregelen i norsk rett 66
5.1. Innledning 66
5.1.1. Om problemstillingen 66
5.1.2. Kontekst 67
5.2. Prioritetsregelen 69
5.2.1. Relaxed APR-tilnærming 69
5.2.2. Fordelingen mellom fordringer av ulik prioritet 70
5.2.2.1. Utgangspunktet om absolutt prioritet 70
5.2.2.2. Vilkåret om full dekning 71
5.2.2.3. Unntak fra vilkåret om absolutt prioritet blant fordringene 72
5.2.3. Fordelingen mellom kreditorene og aksjonærene 74
5.2.4. Oppsummering og vurdering 76
5.3. Vern mot å omfattes av planen og dens tiltak 77
5.3.1. Planens rekkevidde 77
5.3.2. Pantesikrede fordringers stilling 80
5.3.3. Fortrinnsberettigede fordringers stilling 81
5.3.4. Kort om aksjonærenes stilling 84
5.4. Fordringshavernes beste interesse 85
5.4.1. Generelt 85
5.4.2. Konkursscenarioet 86
5.4.3. Det alternative scenarioet 88
5.4.4. Oppsummering og vurdering 90
5.5. Klasseinndeling og klassebasert avstemning 90
5.5.1. Vilkår for klasseinndelingen 90
5.5.2. Flertallskrav for vedtakelse innad i en klasse 93
5.5.3. Flertallskrav for gjennomtvingelse 94
5.5.4. Vern mot klassemanipulasjon 95
5.6. Likebehandling av kreditorene 98
5.7. Rettens kontroll av planens rimelighet 100
5.7.1. Generelt 100
5.7.2. Kan retten nekte stadfestelse basert på en skjevfordeling mellom kreditorene og aksjonærene? 101
5.8. Betydningen av at aksjonærene er unntatt prioritetsregelen 103
6. Avsluttende bemerkninger 105
6.1. Hovedfunn og konklusjoner 105
6.2. Diskusjonen rundt fortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav 107
6.3. Ubesvarte spørsmål 109
Litteraturliste 110

1. Innledning

1.1. Tema og aktualitet

Temaet for oppgaven er tapsfordeling og prioritetsregler ved rekonstruksjon av aksjeselskaper med tvangsakkord. Rekonstruksjon er en rettslig prosess der skyldnere med alvorlige økonomiske problemer kan restrukturere gjelden sin og dermed muliggjøre videreføring av virksomheten i samme rettssubjekt. Formålet er å lette skyldnerens gjeldsbyrde og slik unngå at selskaper som kan bli lønnsomme igjen, slås konkurs.[1] Kreditorene må derfor tåle en endring i kravene de har mot skyldneren, typisk ved at de må ettergi hele eller deler av kravet. Det som særpreger tvangsakkord sammenlignet med ordinære gjeldsforhandlinger, er at en tvangsakkord kan vedtas med kvalifisert flertall og dermed gjøres bindende også for kreditorer som ikke har samtykket. At planen kan tvinges gjennom overfor mindretallet reiser spørsmålet om på hvilke vilkår dette kan skje, og særlig hvordan tapet skal fordeles mellom kreditorene og aksjonærene når partene ikke blir enige.

For å illustrere problemet kan man se for seg at teknologiselskapet Lillevik Tech AS har en samlet gjeld på 160 millioner. Verdien av selskapet ved videre drift er 150 millioner (rekonstruksjonsverdien). Dersom selskapet går konkurs, vil verdien fra salget av eiendelene (likvidasjonsverdien) være 100 millioner. Differansen mellom rekonstruksjonsverdien og likvidasjonsverdien – rekonstruksjonsoverskuddet – blir da 50 millioner. For at overskuddet skal realiseres må selskapets gjeldsbyrde lettes, ved at kreditorenes krav nedskrives, eventuelt kombinert med en konvertering der kreditorene tilbys aksjer i selskapet som kompensasjon. En slik nedskriving innebærer et økonomisk tap for kreditorene. Der nedskrivingen kombineres med utstedelse av aksjer, vil rekonstruksjonen også innebære et tap for aksjonærene. Det skyldes at eierandelene utvannes og eksisterende aksjer blir mindre verdt. En prioritetsregel setter begrensninger på tapets størrelse og rekkefølge for partene, og utgjør derfor et sentralt minoritetsvern for dissenterende kreditorer.

Rekonstruksjon foregår som regel som utenrettslige forhandlinger, der partene i kraft av avtalefriheten fritt kan fordele tapet mellom seg. Dersom partene ikke blir enige, kan skyldneren fremsette et forslag om tvangsakkord, som kan vedtas med støtte fra kreditorer som representerer minst halvparten av fordringsbeløpet som påvirkes av

[1] Prop. 75 L (2019–2020) s. 5.

rekonstruksjonsplanen, jf. rekonstruksjonsloven § 42. En dissenterende kreditor kan da bli bundet av planen og tvinges til å ta tap for å lette skyldnerens gjeldsbyrde. Det er i slike tilfeller – der planen gjennomtvinges overfor mindretallet – at prioritetsregelen og spørsmålet om tapsfordeling aktualiseres.

Rekonstruksjonsreglene i Norge er i en periode med store endringer. Bakgrunnen strekker seg tilbake til Leif Villars-Dahls enpersonsutredning fra 2016, som tok for seg behovet for nye regler for gjeldsforhandling etter konkursloven del 1.[2] Utredningen førte imidlertid ikke umiddelbart til videre lovarbeid, blant annet fordi nye rekonstruksjonsregler var under arbeid i EU – et arbeid som siden resulterte i direktiv (EU) 2019/1023 om rammer for forebyggende rekonstruksjon m.m.[3] Det var først i 2020, under utbruddet av covid-19, at lovgivningsprosessen fikk ny fart. Som et av flere tiltak mot de økonomiske virkningene av pandemien vedtok Stortinget en midlertidig rekonstruksjonslov, med formål å hindre unødige konkurser i ellers levedyktige virksomheter.[4] Loven er i stor grad basert på utredningen fra 2016.

Rekonstruksjonsloven skulle opprinnelig opphøre 1. januar 2022. På grunn av arbeidet med nye rekonstruksjonsregler har den blitt forlenget gjentatte ganger og gjelder nå frem til lovendringene trer i kraft.[5] Et lovforslag ble først sendt på høring i 2023, der tilbakemeldingene fra den første høringen ble fulgt opp av et nytt høringsforslag i 2024.[6] Fredag 27. mars 2026 ble det lagt frem en endelig proposisjon om nye regler om rekonstruksjon som skal erstatte konkursloven del 1.[7] Proposisjonen bygger i stor grad på Rekonstruksjonsdirektivet og søker, så langt det ikke er grunner for noe annet, å harmonisere de norske reglene med direktivet.[8] Tirsdag 26. mai avga Justiskomiteen sin innstilling til proposisjonen, med et flertallsforslag.[9] Komiteens motforslag ble nedstemt og loven ble vedtatt ved andregangsbehandling mandag 15. juni.[10] Denne bakgrunnen for lovarbeidet og at det i stor grad bygger på Rekonstruksjonsdirektivet til tross for at direktivet er vurdert som

[2] Villars-Dahl 2016.
[3] Rekonstruksjonsdirektivet.
[4] Prop. 75 L (2019–2020) s. 5.
[5] Prop. 56 L (2025–2026) s. 10.
[6] Høringsnotat 2023 og -2024.
[7] Prop. 56 L (2025–2026).
[8] Ibid s. 20. Rekonstruksjonsdirektivet er ikke ansett for å være EØS-relevant, og Norge er derfor ikke forpliktet til å implementere Rekonstruksjonsdirektivet, se nærmere i punkt 1.2.
[9] Innst. 355 L (2025–2026).
[10] Lovvedtak 79 (2025–2026).

ikke EØS-relevant, gir en nokså spesiell rettskildesituasjon for oppgaven. Dette skal jeg komme tilbake til i punkt 1.2.

Etter någjeldende rekonstruksjonslov er rekonstruksjonsplanens rekkevidde begrenset til usikrede kreditorer, ved at planen bare kan binde kreditorer med usikrede krav som oppstod før åpningen av rekonstruksjonsforhandlingen.[11] Dette innebærer at sikrede og fortrinnsberettigede krav må dekkes fullt ut, og at etterprioriterte krav faller bort.[12] Rekonstruksjonsloven inneholder dermed en implisitt prioritetsregel som angir at tapet må fordeles på de usikrede kreditorene. Innenfor denne gruppen må planen som hovedregel tilby samme oppgjør til de berørte kreditorene slik at kreditorene ved avstemningen er i sammenlignbare posisjoner, og det er rimelig at flertallet kan binde mindretallet.

Disse begrensningene gjør det vanskelig for skyldneren å gjøre større endringer i kapitalstrukturen og skreddersy rekonstruksjonsplanen til selskapets behov. Siktemålet med de nye reglene er derfor å skape «et effektivt og fleksibelt verktøy for å løse gjeldsproblemer med sikte på at konkurs kan unngås i ellers levedyktige virksomheter».[13] For å nå dette siktemålet innføres det regler om klasseinndeling, en utvidelse av hvilke parter som kan bindes til rekonstruksjonsplanen, mulighet til å tilby ulike løsninger til partene og utvidede regler for gjennomtvingelse.[14] Innføringen av disse mekanismene nødvendiggjør samtidig en eksplisitt prioritetsregel som angir i hvilken rekkefølge de ulike aktørene kan tvinges til å ta tap. Det er denne regelen som er kjernen i oppgavens analyse.

I EU har spørsmålet om utformingen av prioritetsregelen vært gjenstand for stor debatt siden vedtakelsen av Rekonstruksjonsdirektivet.[15] Direktivet åpner for tre ulike modeller for prioritetsregelen, som medlemslandene kan velge mellom. Modellene balanserer hensynet til forutberegnelighet for kreditorene og hensynet til fleksibilitet i forhandlingene, og setter ulike rammer for tapsfordelingen. Prinsippene for tapsfordeling er dermed et sentralt og omdiskutert tema også internasjonalt.

---

[11] Dette følger forutsetningsvis av rekl. § 54. Merk at rekonstruksjonsforskriften § 1 gjør unntak for fortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav etter deknl. § 9-4 nr. 1, 3 og 4. Disse kravene behandles derfor i praksis som usikrede krav ved rekonstruksjon etter rekonstruksjonsloven.

[12] Dette følger forutsetningsvis av at sikrede og prioriterte krav ikke kan bindes, og § 41 som ikke gir stemmerett for etterprioriterte fordringer som faller bort ved akkorden.

[13] Prop. 56 L (2025–2026) s. 20.

[14] Ibid

[15] Se bl.a. Lubben *Fordham jl.* 2016, Baird *UPLR* 2017, Madaus *EBOR* 2018, Ballerini *Int.Insolv.Rev.* 2021, Ellingsæter *EBOR* 2025, Krohn *Int.Insolv.Rev.* 2021, som har ulike synspunkt.

Rekonstruksjonsreglene er relativt ukjente – men har stor samfunnsøkonomisk betydning. Under første stortingsbehandling av lovendringene beskrev June Trengereid det treffende: «I dag behandler vi en lov de færreste kanskje har hørt om, men som i antall kroner og arbeidsplasser den representerer, er en av de viktigste vi har når det gjelder oss som samfunn».[16] I norsk rett har det blitt skrevet lite om rekonstruksjonsreglene, foruten noen artikler om den midlertidige loven. Tapsfordelingen mellom kreditorene og aksjonærene er sparsomt behandlet i norsk kontekst.[17] Det er ikke gjort en større analyse av det normative utgangspunktet for rekonstruksjon og hvordan forholdet mellom aksjonærene og kreditorene kan balanseres. Lovendringene er naturligvis heller ikke behandlet i teorien, men proposisjonen skapte debatt om utformingen av rekonstruksjonsreglene allerede før vedtaket.[18] I lys av den internasjonale debatten om prioritetsregelen ved rekonstruksjon, og den sparsomme behandlingen i norsk kontekst, er det behov for en analyse av de norske reglene sett i en bredere internasjonal sammenheng.

1.2. Problemstillinger

Oppgavens hovedproblemstilling er mot den overnevnte bakgrunnen: *Hvordan kan prioritetsregler regulere fordelingen av det økonomiske tapet mellom kreditorene og aksjonærene i en rekonstruksjon med tvangsakkord?* Problemstillingen omtaler prioritetsregler i flertall fordi jeg foretar en grundig analyse av ulike måter prioritetsregelen kan utformes på og hvilke begrensninger det setter for tapsfordelingen, før jeg analyserer den konkrete prioritetsregelen i konkursloven del 1. Verbet *kan* i problemstillingen reflekterer at rekonstruksjonsreglene er et rammeverk der partene kan forhandle seg frem til en løsning innenfor lovens rammer. Det finnes dermed ikke én enkelt løsning på hvordan det økonomiske tapet *skal* fordeles i et enkelttilfelle.

Siktemålet med oppgaven er todelt: først å kartlegge reguleringsmodellene og mulighetsrommet for utformingen av prioritetsregelen ved rekonstruksjon i en internasjonal kontekst, og deretter å analysere og identifisere styrker og svakheter ved konkurslovens utforming av prioritetsregelen i lys av minoritetsvernet for dissenterende kreditorer.

[16] Referat fra stortingsmøte 08.06.2026.
[17] I juridisk litteratur er Ellingsæter 2025 inne på temaet på s. 383–384 i relasjon til den midlertidige loven. Det er skrevet også noen masteroppgaver om temaet. Disse har imidlertid rettet seg mot ulike deler av høringsnotatene og vært av begrenset omfang.
[18] Rett 24, «Dette må ikke bli vedtatt».

Hovedproblemstillingen er formulert bredt for å favne om oppgavens internasjonale og norske nivåer. For å konkretisere hovedproblemstillingen reises det tre delproblemer som besvares i oppgavens ulike kapitler. Første delproblem er *hva som er utgangspunktet for prioritetsreglene i konkurs, og hvilke hensyn som kan begrunne ulike fordelingsprinsipper i konkurs og rekonstruksjon.* Spørsmålet er en nødvendig forutsetning for å analysere de ulike modellene for prioritetsregelen: Felles for samtlige reguleringsmodeller som behandles i oppgaven, er at de bruker dekningsrekkefølgen ved konkurs som referansepunkt for prioritetsregelen. En analyse av hva rekkefølgen innebærer og hvilke hensyn som begrunner den, er derfor nødvendig. Siden rekonstruksjon utgjør et alternativ til konkurs, og formålet er at bedrifter som kan bli lønnsomme skal unngå konkurs, kan ikke regelverkene forstås isolert fra hverandre. Samtidig er åpningsvilkårene for de to prosessene ulike: konkurs krever insolvens, mens rekonstruksjon kan åpnes på et tidligere stadium. Prosessene er dermed aktuelle på ulike stadier av et selskaps økonomiske problemer og har noe ulike anvendelsesområder. Det er disse forskjellene og likhetene som belyses i kapittel 2, og det er nødvendig å forstå hvilke hensyn rekonstruksjonsreglene bygger på og skal ivareta før jeg utforsker ulike måter å avveie hensynene på gjennom utformingen av prioritetsregelen.

Andre delproblem er *hvilke modeller som finnes for prioritetsregelen og hvordan de balanserer kryssende hensyn.* Her er det relevant å undersøke hvordan andre rettssystemer har utformet regelen. Delproblemet kartlegger reguleringsmodellene som er tilgjengelige for lovgiver, og undersøker hvordan modellene er implementert i ulike rettssystemer. Dette behandles i to trinn, i henholdsvis kapittel 3 og kapittel 4. I kapittel 3 kartlegges og analyseres Rekonstruksjonsdirektivets ulike modeller for prioritetsregelen, samt hvilke regler og mekanismer som aktualiserer og virker sammen med prioritetsregelen. Modellene representerer ulike måter tapet kan fordeles på, og ulike måter å avveie de kryssende hensynene på. Et mål med rekonstruksjonsreglene er som nevnt at reglene skal ligge tett opp til reglene i Rekonstruksjonsdirektivet.[19] Kartleggingen av reguleringsmodellene, og hvilke problemer de skal løse, vil bidra til å forstå det mulighetsrommet lovgiver har hatt til rådighet ved utformingen av de norske reglene.

Innføringen av klassebasert avstemning og en eksplisitt prioritetsregel er nyvinninger i norsk rett. Det finnes verken sammenlignbar gjeldende norsk rett eller relevant rettspraksis som kan

[19] Prop. 56 L (2025–2026) s. 1.

belyse mekanismenes virkemåte eller de avveiningene lovgiver har stått overfor. Et komparativt utsyn er derfor særlig relevant. Gjennom å undersøke hvordan andre rettssystemer har løst de samme spenningene mellom fleksibilitet og forutberegnelighet, styrkes grunnlaget for å analysere styrker og svakheter ved det norske lovvedtaket. Kapittel 4 undersøker derfor hvordan Sverige, Danmark og USA har løst spørsmålet om prioritetsregelen ved rekonstruksjon.

Tredje delproblem er *hvilke begrensninger prioritetsregelen i konkursloven § 45 setter på tapsfordelingen og hvordan regelen virker sammen med øvrige regler.* Delproblemet knytter seg direkte til de nye reglene og besvares i kapittel 5. På bakgrunn av utgangspunktet for rekonstruksjon som er etablert i kapittel 2, rammene for mulighetsrommet i kapittel 3 og den komparative innsikten fra kapittel 4, analyseres de nye reglene i konkursloven del 1. De nye reglene endrer stemmesystemet slik at kreditorene deles inn i klasser basert på deres interesser og rettigheter, og innfører en prioritetsregel som et vilkår for å tvinge gjennom en plan mot dissenterende klasser. Delproblemet undersøker hvilken av de tre reguleringsmodellene lovgiver har valgt, hvordan prioritetsregelen er utformet, vurderinger av kryssende hensyn og hvilket minoritetsvern reglene gir en dissenterende kreditor.

Rekkefølgen på delspørsmålene er ikke tilfeldig. Delproblem (i) etablerer utgangspunktet ved å klarlegge relasjonen mellom rekonstruksjon og konkurs. Delproblem (ii) analyserer det rettslige og komparative mulighetsrommet. Delproblem (iii) anvender begge de foregående analysene på de nye reglene i konkursloven del 1. Strukturen er bygget opp slik at hvert kapittel legger et nødvendig grunnlag for det neste, og avsluttes med en dyptgående analyse som ikke ville vært mulig uten de foregående trinnene.

1.3. Rettskildebildet og metodiske utfordringer

Rettskildebildet for oppgaven er av flere grunner litt spesielt. De nye reglene om rekonstruksjon i konkurslovens del 1 er nylig vedtatt, og innfører en rekke nye mekanismer i norsk rett. De foreslåtte reglene bygger på et EU-direktiv som ikke er EØS-relevant og dermed ikke er bindende for Norge. Fordi man ikke tidligere har hatt regler i Norge om disse problemstillingene, finnes det heller ingen relevant norsk rettspraksis. Dette gir en nokså spesiell rettskildesituasjon, som reiser en del metodiske problemstillinger som særpreger

emnet for oppgaven. I det følgende vil jeg forklare hvordan disse problemstillingene er håndtert i oppgaven, med utgangspunkt i de ulike delproblemene.

I kapittel 2 behandles gjeldende rett og normative utgangspunkter for konkurs og rekonstruksjon i Norge. Analysen tar utgangspunkt i reglene i konkursloven del 2 og rekonstruksjonsloven og deres respektive forarbeider. Norsk rettsvitenskap har ikke drøftet de normative spørsmålene om insolvensreglenes funksjon inngående. For å underbygge de normative vurderingene i kapittel 2 benyttes derfor internasjonal insolvensteori. Kildene brukes som et analytisk grep for å forstå hva insolvensreglene er ment å oppnå, ikke som et selvstendig rettskildegrunnlag for norsk rett.[20]

I kapittel 3 analyseres de tre modellene for prioritetsregelen som Rekonstruksjonsdirektivet åpner for. EU-direktiver pålegger medlemsstatene å innføre regler innenfor direktivets rammer, men lar selve utformingen være opp til medlemslandet.[21] Rekonstruksjonsdirektivet er som nevnt ikke ansett for å være EØS-relevant, og er dermed ikke en del av EØS-avtalen.[22] Til tross for dette har departementet ønsket «å harmonisere norske regler om rekonstruksjon med EU-direktivet så langt ikke gode grunner tilsier noe annet».[23] Direktivet har derfor vært veiledende for utformingen av de nye reglene, og det er naturlig å se til rammene for direktivet.

Før jeg analyserer de ulike modellene er det nødvendig å sette prioritetsregelen i riktig kontekst, og se på reglene den virker sammen med. Fordi direktivet er et minimumsdirektiv, og det for oppgavens formål er mest interessant å klarlegge hvilke modeller direktivet åpner for, analyseres de tilknyttede mekanismene på et overordnet funksjonelt nivå. Med det mener jeg at analysen retter seg mot mekanismenes formål, virkemåte og plass i regelverket, snarere enn en detaljert gjennomgang av direktivets regulering av klasseinndeling og gjennomtvingelse. Der jeg analyserer utformingen av modellene nærmere brukes både kontekstuell og formålsorientert fortolkning, i tråd med EU-rettslig metode.[24] Utformingen av prioritetsregelen har som nevnt skapt stor debatt blant teoretikere i ulike medlemsland.

[20] Med insolvensreglene menes både rekonstruksjons- og konkursreglene, se punkt 2.1.
[21] Fredriksen/Mathisen 2022 s. 43.
[22] Det er ikke gitt noen offisiell begrunnelse for hvorfor, men det fremstår som om EFTA-statene anser generell insolvensrett som utenfor området for EØS-avtalen. Se nærmere om dette i Ellingsæter 2025 s. 75–77.
[23] Prop. 56 L (2025–2026) s. 14.
[24] Se nærmere om tolkning av EU-rettsakter i Fredriksen/Mathisen 2022 s. 332, og Sunde/Lunde/Sørebø 2024 s. 167 ff.

Juridiske artikler vil derfor også brukes for å belyse de ulike sidene ved modellene og hvilke tolkningsproblemer som kan oppstå.

I kapittel 4 foretas et komparativt utsyn til prioritetsregelen i USA, Sverige og Danmark. Det er ikke mulig å foreta en fullverdig komparativ analyse innenfor oppgavens rammer, og det er heller ikke mitt formål. Jeg har derfor valgt å analysere hvilken prioritetsregel landene har valgt, og hvordan utformingen av reglene for klasseinndeling og gjennomtvingelse påvirker tapsfordelingen. Med andre ord en funksjonell analyse av hvordan de ulike landene har løst samme problem: hvordan det økonomiske tapet kan fordeles i en rekonstruksjon.[25] Utsynet gir et referansepunkt for å vurdere virkningene av ulike modellvalg, og belyser spenningen mellom fleksibilitet og forutberegnelighet som lovgiver har måttet forholde seg til i utformingen av de norske reglene.

USA er valgt fordi Chapter 11 i Bankruptcy Code gjerne brukes som eksempel på hvordan effektive rekonstruksjonsregler kan utformes.[26] Dette underbygges av at Rekonstruksjonsdirektivet bygger på mange av de samme mekanismene som finnes i Chapter 11. Bankruptcy Code er en føderal lov som gjelder på tvers av alle statene. USA har en common law-tradisjon der domstolene spiller en sentral rettsutviklende rolle. [27] For et kodifisert regelverk som Bankruptcy Code er lovteksten likevel utgangspunktet, men domstolene har gjennom tolkningspraksis utviklet regler og tolkningsmomenter for hvordan bestemmelsene anvendes. Rettskildebildet er sammensatt, og for å minimere risikoen for å misforstå hvordan reglene skal tolkes og anvendes i praksis har jeg valgt å bruke standardverket Norton Bankruptcy Law and Practice som hovedkilde. Verket gir en samlet fremstilling av Bankruptcy Code med lovhistorikk, bestemmelsenes innhold og tolkningspraksis, og er en anerkjent sekundærkilde.[28] Norton oppdateres kontinuerlig, så langt er det publisert tre utgaver i 2026.

Sverige og Danmark er valgt av flere grunner. Begge land har store likheter med den norske rettskulturen,[29] noe som gir et bedre sammenligningsgrunnlag enn USA. I tillegg er begge medlemmer av EU og har implementert Rekonstruksjonsdirektivet, men har valgt nokså ulike

[25] Se nærmere om en funksjonell tilnærming til komparasjon i Zweigert/Kötz 1998 s. 34 ff.
[26] Bl.a. Prop. 56 L (2025–2026) s. 14.
[27] Koch/Kjølstad/Sunde 2026 s. 241–242.
[28] Se f.eks. omtalen på Duke Law.
[29] Se nærmere om den nordiske rettsfamilien i Zweigert/Kötz 1998 s. 276–285.

løsninger – noe som i seg selv illustrerer mulighetsrommet direktivet åpner for. Analysen tar utgangspunkt i lovteksten og suppleres med juridiske standardverk og forskningsartikler fra de respektive landene. Ettersom reglene er relativt nye, finnes det ikke relevant praksis fra Högsta domstolen eller Højesteret. Svensk underrettspraksis vil derfor brukes for å illustrere et tolkningsproblem. Underrettspraksis fra Danmark er imidlertid ikke relevant for oppgavens analyse, fordi reglene ikke skaper samme tolkningsproblem.

I kapittel 5 analyseres de nylig vedtatte reglene i konkurslovens del 1. Under arbeidet med oppgaven er det i all vesentlighet høringsnotatene fra 2023 og 2024 og Prop. 56 L (2025–2026) som har vært tilgjengelige kilder for hvordan de norske reglene ville bli. Analysen tar derfor utgangspunkt i Prop. 56 L (2025–2026), og høringsnotatene fra 2023 og 2024 benyttes for å synliggjøre de veivalgene lovgiver har stått overfor og de alternativene som er vurdert og forkastet. Flertallet i justiskomiteen la i sin innstilling frem et motforslag til proposisjonens lovendringer, men ved første stortingsbehandling ble forslaget stemt ned, og lovvedtaket samsvarer med proposisjonens forslag.[30] De vedtatte reglene fremgår av Lovvedtak 79 (2025–2026), vedtatt ved andregangsbehandling i Stortingets møte 15. juni. Avslutningsvis i punkt 6.2 vil jeg knytte noen bemerkninger til justiskomiteens motforslag og dets betydning for forståelsen av den vedtatte lovteksten.

1.4. Avgrensninger og presiseringer

Oppgaven avgrenser mot frivillig rekonstruksjon og utenrettslige restruktureringer. Slike prosesser krever enstemmighet og i kraft av avtalefriheten kan partene selv avtale hvilke løsninger de ønsker. Ordningen med domstolassistert frivillig rekonstruksjon er dessuten ikke foreslått videreført i de nye rekonstruksjonsreglene.[31] Enhver bruk av ordet «rekonstruksjon» i oppgaven sikter dermed til rekonstruksjon med tvangsakkord. De nylig vedtatte lovendringene erstatter konkurslovens del 1 om gjeldsforhandlinger. Enhver henvisning til rekonstruksjonsloven er dermed til den midlertidige loven om rekonstruksjon som gjelder frem til lovendringene i konkursloven del 1 trer i kraft.

Internasjonalt brukes terminologien «cross-class cram down» om rekonstruksjonsplaner som stadfestes til tross for at en eller flere klasser har stemt mot planen. I proposisjonen og Rekonstruksjonsdirektivet brukes imidlertid «gjennomtvingelse» som betegnelse på det

[30] Lovvedtak 79 (2025–2026).
[31] Prop. 56 L (2025–2026) s. 22.

samme. Jeg har derfor valgt å konsekvent bruke gjennomtvingelse eller klasseoverskridende gjennomtvingelse fremfor cross-class cram down. Videre sikter «plan» og «forslag» til en rekonstruksjonsplan såfremt ikke annet er presisert. Termene «kreditor» og «fordringshaver» brukes om hverandre og sikter til enhver som har et krav mot skyldneren. Tilsvarende for «fordring» og «krav» som vil brukes om hverandre, hvor begge sikter til det konkrete kravet kreditoren har mot skyldneren.

Oppgaven tar utgangspunkt i at skyldneren er et aksjeselskap («AS») eller et allmennaksjeselskap («ASA»), og det avgrenses mot rekonstruksjon av andre fysiske eller juridiske personer. I oppgaven vil «selskap» og «skyldner» brukes om hverandre, begge termene sikter til AS eller ASA slik de er definert i henholdsvis aksjeloven § 1-1 annet ledd og allmennaksjeloven § 1-1 annet ledd.

Tapsfordeling har både en vertikal og en horisontal dimensjon. Med vertikal fordeling menes fordelingen mellom parter med ulik konkursprioritet og ulikt rettslig utgangspunkt, altså mellom sikrede kreditorer, fortrinnsberettigede kreditorer, usikrede kreditorer og aksjonærer. Med horisontal fordeling menes fordelingen innad i samme prioritetsgruppe, for eksempel om usikrede kreditorer må tilbys samme oppgjør, eller om det er adgang til å behandle dem ulikt. Oppgaven vil primært ta for seg tapsfordelingen på et vertikalt nivå. Ettersom minoritetsvernet for dissenterende kreditorer også har en side til likebehandling innad i en gruppe, behandles det horisontale aspektet der det er aktuelt.

2. Forholdet mellom fordelingen i konkurs og rekonstruksjon

2.1. Kollektiv gjeldsforfølgning som felles utgangspunkt

Kapittel 2 behandler oppgavens første delproblem: hva som er utgangspunktet for prioritetsreglene i konkurs og hvilke hensyn som kan begrunne ulike fordelingsprinsipper i konkurs og rekonstruksjon. Punkt 2.1 klarlegger reglenes felles forankring i insolvensretten. Konkurs- og rekonstruksjonsreglene behandles deretter separat. Fordi rekonstruksjonsreglene er et alternativ til konkurs og konkursutfallet derfor brukes som et sammenligningsgrunnlag for hva en rekonstruksjon kan gå ut på, behandles konkursreglene først. Disse reglene er dessuten veletablerte sammenlignet med rekonstruksjonsreglene, som er relativt nye. Konkursreglene fungerer da som en velkjent kontrast, som tydeliggjør rekonstruksjonsreglenes særpreg når det gjelder virkeområde og formål. Det analytiske rammeverket og de hensynene som etableres i dette kapittelet, vil være styrende gjennom hele oppgaven.

Konkurs og rekonstruksjon er begge former for kollektiv gjeldsforfølgning og hører under insolvensretten.[32] Åpning av konkursbehandling forutsetter at skyldneren er «insolvent», jf. konkursloven § 60. Vilkåret for å initiere rekonstruksjonsforhandlinger er at skyldneren har eller vil få «alvorlige økonomiske problemer», jf. rekonstruksjonsloven § 2. Til tross for at åpningsvilkårene er ulike, og rekonstruksjon derfor kan ligge før konkursbehandling i tid, er det liten tvil om at rekonstruksjon regnes som en del av insolvensretten.[33]

Regler for gjeldsforfølgning er en forutsetning for muligheten til å oppta kreditt: Der det finnes muligheter for finansiering, må det også finnes regler for å håndheve krav på tilbakebetaling. Dersom en skyldner misligholder kredittavtalen, kan kreditorene søke dekning for kravet sitt gjennom reglene i tvangsfullbyrdelsesloven, noe som utgjør en enkelt gjeldsforfølgning. Kreditoren vil da få utlegg i skyldnerens eiendeler som kan realiseres gjennom et tvangssalg.[34]

[32] Andenæs utredning 2010 s. 9.
[33] Ibid.
[34] Huser 1987 s. 29.

Enkeltforfølgning følger prinsippet om *først i tid best i rett* og sikrer kreditorene dekning etter hvert som de forfølger sine krav. Problemet oppstår når skyldneren ikke er i stand til å dekke alle utestående og kommende krav. Da oppstår det et dekningskappløp hvor kreditorene forsøker å komme først i køen for å få dekning for sitt krav. Dette er uheldig ettersom det kan føre til en skjevfordeling der noen kreditorer får full dekning mens andre ikke får noen dekning. Fellesforfølgning forhindrer dekningskappløpet og gir et bedre samlet utfall for kreditorene.

Et av de mest debatterte spørsmålene i internasjonal rekonstruksjonsrett er hvorvidt prioritetsregelen ved rekonstruksjon skal følge fordelingen ved konkurs. Sagt på en annen måte: Skal nulling av aksjonærene være en betingelse for gjennomtvingelse av en rekonstruksjonsplan? Grunnen til at spørsmålet er så debattert er at utformingen av reglene vil ha betydning for hvilke insentiver partene har til å samarbeide om rekonstruksjonen. Hvis aksjonærene risikerer å nulles har de få insentiver til å initiere forhandlinger. Utformingen vil også ha konsekvenser for kredittmarkedet mer generelt. Dersom kreditorenes forventede dekning under en rekonstruksjon er usikker, vil usikkerheten kunne gjenspeiles i dårligere renter og kredittvilkår.

2.2. Konkurs

2.2.1. Hovedtrekkene i en konkursbehandling

Rekonstruksjon er et alternativ til konkurs, og konkurstilfellet er derfor den nedre grensen for hva rekonstruksjonen kan gå ut på. Som det vil fremgå av den videre analysen, er også fordelingen ved konkurs et referansepunkt for samtlige utforminger av prioritetsregelen ved rekonstruksjon. For å forstå grensene konkurs setter for rekonstruksjonsforhandlingene er det nødvendig å kartlegge hva en konkursbehandling innebærer.

Konkurs kan åpnes etter begjæring fra skyldneren eller en eller flere kreditorer dersom skyldneren er «insolvent», jf. konkursloven § 60. Insolvens innebærer både at skyldnerens samlede gjeld overstiger verdien av aktiva («insuffisiens»), samt at skyldneren er ute av stand til å betale gjeld etter hvert som den forfaller («illikviditet»), uten at situasjonen kan anses som midlertidig, jf. konkursloven § 61. Selskapet må altså både ha negativ egenkapital og mangle tilstrekkelige likvide midler til å dekke løpende forpliktelser, uten at situasjonen er forbigående.

Konkurs reguleres gjennom dekningsloven og konkursloven. Konkursloven regulerer i hovedsak de prosessuelle reglene ved konkurs, mens dekningsloven inneholder de materielle reglene, herunder dekningsrekkefølgen ved konkurs.[35] Konkursbehandlingen starter ved begjæring om åpning. Dersom retten tar konkursbegjæringen til følge opprettes det umiddelbart et konkursbo, som foretar et generalbeslag og overtar styringen av selskapets virksomhet og eiendeler, jf. dekningsloven § 2-2.

For å få midler til å dekke utestående krav, realiserer boet eiendelene «på den måte som etter forholdene antas å ville gi best utbytte», jf. konkursloven § 117. Salgsprovenyet fordeles så på skyldnerens kreditorer. Fordelingen foregår etter prioritetsreglene i dekningsloven kapittel 9, som redegjøres for i punkt 2.2.4. Når verdiene er fordelt og boet er tomt avsluttes konkursen. Selskapet oppløses og konkursboet avsluttes, og de resterende fordringene som ikke ble dekket under bobehandlingen bortfaller.[36] Kreditorenes tap tilsvarer differansen mellom det de mottar under bobehandlingen (eller ikke mottar) og fordringens nominelle størrelse.

2.2.2. Creditors' bargaining theory

Hva som *egentlig* er formålet med konkursbehandlingen, er i forarbeidene til konkursloven beskrevet som en «grunnleggende problemstilling innen insolvensretten».[37] Den normative teorien om hva insolvenslovgivningen bør oppnå og hvorfor er i liten grad diskutert i norsk juridisk litteratur. Dette kan skyldes at norsk rettsvitenskap – og særlig formueretten – kjennetegnes av et sterkt innslag av pragmatisme, der det har vært fokus på å løse problemer basert på konkrete interesser fremfor å bygge på teoretiske systemer.[38] For å gi et analytisk rammeverk som den etterfølgende diskusjonen kan bygge på, skal jeg presentere den mest fremtredende insolvensrettslige teorien internasjonalt: *the creditors' bargaining theory* (CBT). Som det vil fremgå, er mange av de prinsippene og hensynene norsk rett bygger på, i tråd med teoriens implikasjoner, selv om norsk litteratur i liten grad har drøftet spørsmålene på denne måten. CBT belyser og utdyper utgangspunktet i norsk rett, som behandles nærmere i punkt 2.2.3 og 2.2.4.

[35] NOU 1972:20 Brækhusutvalget s. 3.
[36] Kkl. §§ 135–139.
[37] NOU 1993: 16 Falkangerutvalget s. 58.
[38] Se Zweigert/Kötz 1998 s. 285 som skriver at «the tendency to undue conceptualism and the construction of large-scale integrated theoretical systems has never really been followed in the North». Se nærmere om pragmatisk tilnærming formueretten i Tørum *JV* 2002.

CBT ble utviklet av de amerikanske professorene Jackson og Baird, og er blant de mest innflytelsesrike teoretiske rammeverkene i internasjonal insolvensrett.[39] Teorien tar utgangspunkt i at skyldnerens insolvens skaper et common pool problem – på norsk kalt fellesressursproblemet.[40] Kjernen i problemet er at der flere parter har krav på den samme begrensede ressursen, fører individuell forfølgning av egne interesser til et kollektivt dårligere utfall enn samordnet handling ville gitt. Fellesressursproblemet har også en side til verdimaksimering: eiendelene kan være verdt mer ved et samlet salg enn ved delvis tvangsrealisering, slik at en ordnet prosess også maksimerer verdiene som er til fordeling. Problemet manifesterer seg som dekningskappløpet, se punkt 2.1. Ifølge teorien er det nettopp dette problemet insolvensretten er utformet for å løse. Dette er også utgangspunktet i norsk rett.[41]

Løsningen på fellesressursproblemet er en lovgivning som søker å etterligne det utfallet kreditorene selv ville forhandlet frem dersom de kunne inngå avtale om insolvensbehandling fra et *ex ante*-perspektiv – det vil si før betalingsmislighold inntrer.[42] Jackson illustrerer poenget med et eksempel: en insolvent skyldner har lånt 25 000 kr fra fire kreditorer, men skyldnerens eiendeler er samlet verdt 50 000 kr.[43] Uten regler om fellesforfølgning, vil de to kreditorene som først begjærer utlegg få full dekning, mens de to øvrige ikke får noe. Forutsatt at det er tilfeldig hvem som først inngir begjæring, er det med andre ord en 50 % sjanse for at kravet dekkes, som nettopp er problemet med dekningskappløpet. Løsningen er fellesforfølgning der hver kreditor er garantert 12 500 kr, forutsatt at eiendelene selges og provenyet fordeles proratarisk (50 000 delt på fire). Det er klart at kreditorene ville ha foretrukket garantert dekning på 50 % fremfor å risikere å sitte igjen med ingenting.[44] En prosedyre for fellesforfølgning er derfor det kreditorene ville ha blitt enige om i en hypotetisk *ex ante*-forhandling.

Et sentralt prinsipp i tilknytning til CBT er Butner-prinsippet,[45] som innebærer at konkursretten i størst mulig grad skal respektere de rettighetene kreditorene har utenfor

[39] de Weijs *Int. Insolv. Rev.* 2012 s. 68.
[40] Ibid.
[41] Andenæs 2009 s. 11.
[42] Casey *Columbia law review* 2020 s. 1721.
[43] Jackson 1986 s. 15.
[44] Ibid.
[45] Oppkalt etter den amerikanske høyesterettsdommen *Butner v. United States*, 440 U.S. 48 (1979).

insolvenslovgivningen. Gjennom prinsippet fremheves konkursrettens prosessuelle karakter: insolvensbehandlingen skal ikke etablere nye rettigheter, men sikre at eksisterende rettigheter ivaretas så langt som mulig. Prinsippet skaper forutberegnelighet for kreditorene ved at de kan forutse sin rettsposisjon i en konkurssituasjon – nettopp slik de selv ville ha avtalt det ex ante.

2.2.3. Formål og hensyn

I norsk teori er det bred enighet om at konkursens overordnede formål er å avvikle en insolvent skyldners bo på en ordnet måte og motvirke en tilfeldig og urimelig fordeling av midlene.[46] Tanken er derfor at tapet skal fordeles forholdsmessig mellom kreditorene. I likhet med CBT skal reglene løse fellesressursproblemet, og løsningen er det som er antatt å utgjøre det mest rettferdige resultatet for kreditorfellesskapet. Hensynet til kreditorfellesskapet er kodifisert gjennom at konkursbehandlingen skal «vareta fordringshavernes felles interesse overfor den enkelte fordringshaver», jf. konkursloven §§ 85 og 88.[47]

To sentrale hensyn konkretiserer dette overordnede formålet om best mulig utfall for kreditorfellesskapet. Det første er hensynet til verdimaksimering, som skal tilrettelegge for at den samlede verdien av boets midler blir størst mulig, slik at kreditorenes dekning maksimeres.[48] I lys av CBT er det nettopp det valget kreditorene ville truffet ex-ante: Kreditorer vil foretrekke en ordning som maksimerer den samlede potten fremfor et kappløp som reduserer den. Hensynet kommer til uttrykk i konkursloven § 117, som fastslår at realisasjonen skal skje «på den måten som etter forholdene antas å gi størst utbytte». Jo større pott som skal fordeles, desto bedre dekning, og mindre tap, for kreditorene.

Det andre er hensynet til rettferdig fordeling, som skal sørge for at midlene fordeles mellom kreditorene på en rimelig måte. Dette omtales ofte som likebehandlingsprinsippet, som innebærer at kreditorene fordeler midlene proratarisk mellom seg.[49] Likebehandling er imidlertid bare et utgangspunkt, og det finnes flere unntak fra dette prinsippet, blant annet prioritetsreglene i dekningsloven kapittel 9.[50] At en slik fordeling likevel er rettferdig, kan forklares med Butner-prinsippet. Dersom kreditoren har sikkerhet for kravet sitt utenfor konkurs, bør denne rettigheten respekteres under bobehandlingen. En slik forutberegnelighet

[46] Andenæs 2009 s. 10.
[47] Paragraf 85 gjelder bostyreren og § 88 kreditorutvalget.
[48] Ellingsæter 2025 s. 38.
[49] Gellein 2024 s. 186–187.
[50] Se punkt 2.2.4.

er dessuten en forutsetning for et velfungerende kredittmarked, fordi kreditorer kan innprise risikoen korrekt ex ante når de vet hvilken posisjon kravet deres vil ha i en eventuell konkurs.

Konkursboet skal også «så langt det er forenelig med [fordringshavernes felles interesse] ... medvirke til at hensynet til berørte arbeidstakere og særlige samfunnsinteresser varetas», jf. konkursloven §§ 85 og 88. Arbeidstaker- og samfunnshensyn er derfor også relevante ved bobehandlingen. Etter ordlyden er hensynene samtidig uttrykkelig underordnet hensynet til kreditorfellesskapet, og det følger av forarbeidene at boet skal akseptere det høyeste budet, uavhengig av om det innebærer et stykkvis salg eller et samlet salg av virksomheten der arbeidsplasser bevares.[51]

Hensynet til skyldneren er det derimot ikke adgang til å vektlegge, da selskapet opphører og slettes fra foretaksregisteret etter konkursen. Et vesentlig poeng er dessuten at det er boet som håndterer avviklingen og salget av virksomheten. Følgelig er en vellykket konkursbehandling ikke avhengig av samarbeid fra selskapets eiere eller styre. Det er derfor ikke grunnlag for at fordelingen av boet skal ta hensyn til skyldneren og aksjonærene. Ved rekonstruksjon er aksjonærenes stilling et langt mer sammensatt spørsmål.

2.2.4. Prioritetsreglene ved konkurs

Konkurs innebærer en fordeling av knappe midler mellom kreditorer. Enhver fordeling av boets midler vil ikke bare innebære å utpeke hvem som skal få full eller delvis dekning av kravene sine, men også å utpeke hvilke kreditorer som ikke får full dekning, og dermed lider et økonomisk tap. Som gjennomgått i punkt 2.2.3, er hensynet til rettferdig fordeling svært sentralt i bobehandlingen, og det er nettopp dette prioritetsreglene ved konkurs skal sikre.

En rettferdig fordeling tilsier intuitivt en proratarisk fordeling av midlene. En slik fordeling vil også være helt i tråd med likebehandlingsprinsippet. Kravenes ulike opphav og egenskaper kan imidlertid tilsi at en annen fordeling er mer rettferdig. Dekningsloven kapittel 9 er derfor et begrunnet unntak fra likebehandlingsprinsippet.[52]

[51] Ot.prp. nr. 26 (1998–1999) s. 92.
[52] Gellein 2024 s. 176–177.

I grove trekk opererer dekningsloven med tre fordringskategorier med ulik prioritet: separatistfordringer, massefordringer og dividendefordringer. Separatistfordringer er krav sikret med pant i skyldnerens eiendeler eller krav med motregningsrett.[53] Separatistretten gir kreditor en særrett til dekning, jf. panteloven § 1-1 for pantekrav og dekningsloven § 8-1 for motregningskrav. Separatistretten gjelder også utenfor konkurs og er et eksempel på en kreditorrettighet som likeledes respekteres i konkurs.[54] En konsekvens av separatistretten er at sikrede krav holdes utenfor bobehandlingen, såfremt verdien av sikkerheten dekker kravet, jf. forutsetningsvis dekningsloven § 8-1 for motregningskrav og § 8-14 for pantekrav. Overstiger kravet verdien av sikkerheten, behandles den overskytende delen som en dividendefordring. Separatistfordringene er derfor ikke formelt en del av dekningsrekkefølgen, men dekkes først og innebærer at det er en mindre del av boets midler som går til dekning av usikrede krav.

Etter at de sikrede kreditorene har fått dekning i den utstrekning sikkerheten rekker, følger den videre fordelingen av dekningsloven kapittel 9. Dekningsrekkefølgen kommer til uttrykk i § 9-6, som lyder:

> «Etter at fordringer som nevnt i §§ 9-2 til 9-4 er dekket, dekkes de øvrige fordringer, unntatt fordringer som nevnt i § 9-7, med innbyrdes lik rett».

Massefordringene er regulert i § 9-2 og dekkes først.[55] Grunnen til dette er at bobehandlingen må kunne gjennomføres, uten dekning av boomkostninger vil ingen ta på seg oppgaven.[56] Deretter dekkes fortrinnsberettigede fordringer av første klasse, som omfatter ulike krav knyttet til lønn og lignende, jf. § 9-3. Fortrinnsretten begrunnes i at arbeidstakere trenger et sterkere beskyttelsesbehov enn andre kreditorer blant annet på grunn av styrkeforholdet mellom partene.[57] Etter dette følger fortrinnsberettigede fordringer av annen klasse, som omfatter enkelte skatte- og avgiftskrav, jf. § 9-4. Kreditor for slike krav er det offentlige, gjennom stat eller kommune, og det kan argumenteres for at det ikke er en type kreditor eller krav som trenger særskilt beskyttelse. Fortrinnsretten har blitt foreslått opphevet av to

[53] Med unntak for boets legalpant for dekning av nødvendige boomkostninger, jf. pantel. § 6-4 1. ledd. Tilbakeholdsrett kan også gi separatistrett ved konkurs, jf. deknl. § 7-2, se nærmere om dette i Ellingsæter 2025 s. 313.
[54] Se punkt 2.2.2 om Butner-prinsippet.
[55] Deknl. § 9-2 har et eget prioritetshierarki for de ulike typene massekrav.
[56] Ellingsæter 2025 s. 314.
[57] Ibid s. 344.

ekspertutvalg,[58] men forslagene er ikke tatt til følge, blant annet fordi det ville bli en stor utgift for staten dersom de mister prioriteten.[59] Deretter dekkes «øvrige fordringer», som sikter til alminnelige konkursfordringer, før etterstilte fordringer dekkes dersom det er midler igjen, jf. § 9-7.[60]

Paragraf 9-6 gir også uttrykk for to viktige aspekter ved fordelingen. For det første skal fordelingen skje slik at gruppen med høyest prioritet, massefordringene, skal dekkes fullt ut før neste gruppe med fordringer kan dekkes. Ehrenpil illustrerer fordelingsstrukturen treffende som et champangetårn der de øverste glassene må fylles til randen før champagnen renner videre til neste nivå.[61] Denne fordelingsstrukturen kan leses ut av formuleringen «de øvrige fordringer» dekkes «etter at fordringer som nevnt i §§ 9-2 til 9-4 er dekket». Konsekvensen er at dersom alminnelige konkursfordringer skal dekkes, må samtlige massefordringer og fortrinnsberettigede fordringer av første og annen klasse dekkes fullt ut. I en konkurssituasjon – der premisset er at det ikke er midler nok til alle krav – vil alminnelige og etterprioriterte fordringer sjelden oppnå full dekning, og ofte ingen dekning overhodet.

For det andre gir bestemmelsen uttrykk for at fordringer med lik prioritet skal likebehandles. Likebehandlingsprinsippet gjelder altså ikke vertikalt på tvers av ulike grupper med fordringer, men horisontalt, slik at fordringene innad i en gruppe skal likebehandles. Dette kommer til uttrykk gjennom at fordringene dekkes «med innbyrdes lik rett». Formuleringen går også igjen i §§ 9-3 og 9-4, som understreker at like krav skal behandles likt.[62] Ordlyden gir uttrykk for en proratarisk fordeling der fordringene dekkes med en forholdsmessig del av fordringen – dividende.[63] Dersom dividenden er 20 %, vil en kreditor med krav på 100 000 kr få dekket 20 000 kr, mens en kreditor med et krav på 10 000 kr får 2000 kr.

For at et krav på selskapet skal kvalifisere til dividende fra boet, må det foreligge en fordring, jf. dekningsloven § 6-1. Eierandeler og aksjeinnskudd som sådanne kvalifiserer ikke som

[58] Brækhusutvalget og Falkangerutvalget.
[59] Se Ellingsæter 2025 s. 347 for diskusjonen rundt begrunnelsen. Se punkt 5.3.3 og 6.2 for diskusjon rundt fortrinnsretten i rekonstruksjon.
[60] Fordi skyldneren er insolvent, vil det sjelden være midler igjen til å dekke etterprioriterte fordringer.
[61] Ehrenpil 2023 s. 396–397.
[62] Massefordringene i § 9-2 har, som nevnt, sitt eget prioritetshierarki.
[63] Andenæs 2009 s. 391.

fordringer, og aksjonærene er dermed avskåret fra å få dividende i en konkurs.[64] Dette plasserer aksjonærene utenfor køen, og innebærer at aksjekapitalen går helt tapt ved konkurs.

Reglenes utforming gjør at kreditorene, idet kreditt blir ytt, kan forutse hvilken posisjon tilbakebetalingskravet vil ha, dersom skyldneren går konkurs. Sikrede lån kan for eksempel gis på bedre vilkår enn usikrede, fordi kreditoren vet at sikkerhetsretten respekteres også i konkurs. Konkursreglene og dekningsrekkefølgen er dermed utformet slik at de skal være klare og forutberegnelige for kreditorene, og det er lite rom for skjønn og fleksibilitet.

Reglene gjelder også uavhengig av hvordan skyldneren er organisert og hvor stort eller lite selskapet er. Grunnen til at reglene kan være såpass rigide og likevel fungere på tvers av svært ulike selskaper, er at løsningen på insolvensproblemet alltid vil være et salg av eiendelene og fordeling til kreditorene. Fordi løsningen alltid er den samme, trenger ikke reglene ta høyde for individuelle forskjeller mellom skyldnerne. Resultatet er at konkursretten er bygget rundt ett enkelt utfall: virksomheten avvikles, eiendelene realiseres, og provenyet fordeles etter en absolutt og forutbestemt prioriteringsrekkefølge.

2.3. Rekonstruksjon

2.3.1. Hovedtrekkene i en rekonstruksjon med tvangsakkord

Hovedformålet med en rekonstruksjon er, som nevnt, å tilrettelegge for lettelse av en skyldners alvorlige økonomiske problemer, slik at selskapet kan drive videre som samme rettssubjekt og unngå konkurs.[65] Regler om tvangsakkord tilrettelegger for dette ved at en rekonstruksjonsplan kan stadfestes uten samtykke fra samtlige kreditorer. I motsetning til konkursreglene, som er regelbundet og gir én løsning på insolvensproblemet, er rekonstruksjonsreglene utformet som et rammeverk der partene forhandler frem løsningen på skyldnerens økonomiske problemer innenfor lovens rammer.

I det følgende gis en oversikt over rekonstruksjonsprosessen etter rekonstruksjonsloven, med en løpende sammenligning med konkursreglene der dette er relevant. Fremstillingsmåten er valgt for å fremheve hvordan rekonstruksjon skiller seg fra konkurs, og hva som kan begrunne et ulikt utgangspunkt for tapsfordeling. Gjennomgangen tar utgangspunkt i rekonstruksjonslovens regler. En forståelse av disse reglene er nødvendig for å forstå hvilke

[64] Andenæs 2009 s. 391.
[65] Det er imidlertid også mulig å gjennomføre en likvidasjonsakkord etter rekl. § 34 (1) nr. 5, der selskapet likvideres. Det er likevel ikke mye brukt i praksis og hovedformålet er at selskapet skal drives videre.

utfordringer de nye reglene er ment å løse, og hva mekanismer som klasseinndeling, prioritetsregel og klasseoverskridende gjennomtvingelse vil bidra med. Slik vil gjennomgangen også brukes som referansepunkt i kapittel 5 for å belyse hvordan de nye rekonstruksjonsreglene skiller seg fra gjeldende rett.

Som tidligere nevnt, er åpningsvilkårene for konkurs og rekonstruksjon ulike. For rekonstruksjon er åpningsvilkåret at skyldneren har eller står i fare for å «få alvorlige økonomiske problemer», jf. rekonstruksjonsloven § 2. Åpningsvilkåret tilrettelegger for tidlig åpning av rekonstruksjon, fordi sjansen for å lykkes øker, jo tidligere prosessen starter.[66] Dersom det er en kreditor, og ikke skyldneren selv, som begjærer rekonstruksjon skjerpes åpningsvilkåret til illikviditet hos skyldneren.[67]

Åpning av rekonstruksjon er imidlertid betinget av skyldnerens samtykke, [68] til forskjell fra konkurs som ikke krever samtykke fra skyldneren der begjæringen kommer fra en kreditor. Bakgrunnen for samtykkekravet er at en vellykket rekonstruksjon forutsetter at skyldneren aktivt medvirker i forhandlingene.[69] Det er dermed viktig at skyldneren har et insentiv til å samarbeide, og dersom de risikerer å nulles kan det svekke samarbeidsviljen og utsiktene til en vellykket rekonstruksjon. En slik parallell finnes ikke i konkurs ettersom konkursens utfall ikke er avhengig av skyldnerens deltakelse.

En annen viktig forskjell fra konkursbehandling er at skyldneren etter åpning av rekonstruksjonsforhandlinger beholder rådigheten over sine eiendeler og virksomheten sin. Skyldneren trenger imidlertid tillatelse fra rekonstruksjonsutvalget for å stifte ny gjeld, pantsette eller avhende visse eiendeler, jf. rekonstruksjonsloven § 15.[70] Fra åpningen og under forhandlingsperioden er kreditorene avskåret fra å gjennomføre enkeltforfølgning eller åpne konkurs hos skyldneren, jf. rekonstruksjonsloven §§ 17 og 18.[71] Reglene forhindrer at kreditorer tapper selskapet gjennom enkeltforfølgning på bekostning av kreditorfellesskapet.

---

[66] Prop. 75 L (2019–2020) s. 18.
[67] Rekl. § 3 (3) nr. 3.
[68] Rekl. § 5 (1) nr. 4.
[69] Prop. 56 L (2025–2026) s. 28.
[70] Rekonstruksjonsutvalget oppnevnes av retten og består av en rekonstruktør og et kreditorutvalg, jf. rekl. §§ 8 og 11.
[71] Rekl. § 17 (4) gjør unntak der konkursbegjæring «fremsettes av minst tre dividendeberettigede fordringshavere hvis fordringer utgjør minst en halvdel av de kjente dividendeberettigede fordringenes samlede beløp». Videre er det gjennom lov om finansiell sikkerhetsstillelse § 7 åpnet for at pant som omfattes av loven kan realiseres uavhengig av om det er åpnet rekonstruksjon dersom det er fastsatt i avtalen mellom partene.

For å finansiere driften under rekonstruksjonen kan skyldneren ta opp lån på superprioritet, jf. rekonstruksjonsloven § 19. Lån på superprioritet innebærer at en kreditor som er villig til å finansiere driften under forhandlingene, får en panterett med prioritet foran de eksisterende panthaverne. Superprioritet utgjør et unntak fra det panterettslige prinsippet om tidsprioritet.[72] Tilgang på ny kapital kan være avgjørende for videre drift. Ordinære långivere vil imidlertid sjelden gi et usikret lån til en skyldner med store økonomiske problemer.[73]

Forbudet mot enkeltforfølgning og adgangen til lån på superprioritet er midlertidige tiltak som skal tilrettelegge for at det avtales permanente tiltak gjennom en rekonstruksjonsplan. Skyldneren utarbeider et forslag til en rekonstruksjonsplan som skal redusere selskapets gjeldsbelastning. Rekonstruksjonsplanen kan etter rekonstruksjonsloven § 34 inneholde ett eller flere av følgende tiltak:

1. **betalingsutsettelse,** der skyldneren gis et tidsbestemt fritak fra å innfri sine betalingsforpliktelser;
2. **prosentvis reduksjon av gjelden**, der kreditorene aksepterer en delvis dekning av sine krav;
3. **konvertering av gjeld til egenkapital**, som innebærer at gjeld omgjøres til egenkapital i form av aksjer i selskapet;
4. **overdragelse av virksomhet uten likvidasjon**, der hele eller deler av virksomheten videreføres under ny eier;
5. **overdragelse og avvikling med ettergivelse av restgjeld**, der virksomheten selges og avvikles, og skyldneren frigis fra gjelden som ikke dekkes av salget; eller
6. **en kombinasjon av tiltak 1-5 tilpasset situasjonen.**

Valget av rekonstruksjonstiltak kan blant annet avhenge av betalingsproblemenes varighet og alvor.[74] For selskap som antas å ha midlertidige betalingsproblemer, og som for eksempel har gode utsikter til å få inn kapital i fremtiden, kan betalingsutsettelse være tilstrekkelig. For

[72] Skyldneren trenger derfor også samtykke fra rekonstruksjonsutvalget for å stifte lån på superprioritet, jf. rekl. § 19 (2). De eksisterende panthaverne er også vernet ved at de kan begjære omgjøring dersom eksisterende pant blir «vesentlig forringet» eller det ikke er «tilstrekkelig behov for slikt lån», jf. rekl. § 19 (2).
[73] Skyldneren vil som regel også ha pantsatt alt av verdier på stadiet av alvorlige økonomiske problemer.
[74] Hvorvidt skyldneren får tilgang til ny finansiering under forhandlingene kan for eksempel også virke inn på hvor store lettelser i gjelden som må til for å sikre videre drift.

selskap med langsiktige betalingsproblemer kreves det mer inngripende tiltak som reduksjon av selskapets gjeldsposter, eventuelt ved konvertering av gjeld til egenkapital. Slike tiltak reduserer betalingsforpliktelsene permanent og påfører kreditorene et tap.

Ved konvertering av gjeld til egenkapital erstattes hele eller deler av fordringen med eierandeler i selskapet. Konverteringen gjennomføres som en kapitalforhøyelse der nye aksjer tegnes av de aktuelle kreditorene og aksjeinnskuddene gjøres opp ved motregning, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 10-2.[75] Gjeldskonvertering innebærer også en risikofordeling: lykkes rekonstruksjonen, kan kreditorene oppnå gevinst gjennom utbytte eller salg av aksjer,[76] mens hvis rekonstruksjonen mislykkes risikerer de å sitte igjen uten noe. Tiltaket kombineres derfor ofte med et tilbud om kontantdividende. For visse kreditorer vil det likevel være uaktuelt å motta aksjer som oppgjør – typisk banker og offentlige instanser, som av regulatoriske eller institusjonelle grunner ikke kan eie aksjer i selskaper de har ytt kreditt til.[77] Gjeldskonvertering krever derfor samtykke fra kreditor, slik at kreditorene er vernet mot å bli ufrivillig aksjonær i selskapet.[78]

Konverteringen påvirker også aksjonærene ved at deres eierandeler blir utvannet når selskapet utsteder nye aksjer – å eie 1000 av 10 000 aksjer er ikke det samme som å eie 1000 av 1 000 000 aksjer. Konvertering av gjeld er med andre ord et tiltak der aksjonærene også bærer tap. Konvertering krever derfor beslutning i selskapets generalforsamling med simpelt flertall, jf. rekonstruksjonsloven § 35. Det innebærer at aksjonærene, som bærer tap ved konverteringen, kan motsette seg tiltaket på generalforsamlingen.[79]

Rekonstruksjonsplanen stadfestes av retten dersom kreditorer som til sammen representerer minst halvparten av de stemmeberettigede fordringene samtykker til planen, jf. rekonstruksjonsloven § 42. Det er altså ikke antall kreditorer, men verdien av fordringene de representerer, som avgjør utfallet. En vedtatt tvangsakkord er ikke bindende for «fordringer med lovbestemt fortrinnsrett», fordringer «sikret ved pant eller annen sikkerhetsrett» eller

[75] Prop. 75 L (2019–2020) s. 45.
[76] Ellingsæter/Meling *Tff* 2020 s. 68.
[77] Prop. 75 L (2019–2020) s. 51.
[78] Rekl. § 34 (3). Retten kan likevel ved kjennelse overstyre en kreditor dersom «tungtveiende grunner» taler for det og kreditoren «åpenbart ikke har rimelig grunn» for nektelsen, jf. § 34 (3) siste pkt. Det er med andre ord en svært høy terskel for å likevel bli tvunget til å akseptere en konvertering.
[79] Flertallskravet er imidlertid lempet etter rekonstruksjonsloven. Det kreves vanligvis kvalifisert flertall på generalforsamlingen ved utstedelse av nye aksjer, jf. asl/asal. § 5-18.

fordringer med motregningsrett, jf. rekonstruksjonsloven § 54. Rekonstruksjonsplanen kan dermed ikke gjøre inngrep i slike krav – disse holdes uberørt ved en rekonstruksjon, slik de også holdes utenfor i en konkursbehandling.[80] Det er her rekonstruksjonslovens implisitte prioritetsregel kommer til uttrykk ved at sikrede- og fortrinnsberettigede krav er vernet mot å ta tap ved en tvangsakkord,[81] og at tapet hovedsakelig fordeles mellom de usikrede kreditorene (og aksjonærene der planen innebærer en gjeldskonvertering).

Siden nulling av aksjonærene ikke er en betingelse ved tvangsakkord, åpner dagens regler allerede for en tapsfordeling som avviker fra konkurs, der aksjonærene ikke får beholde verdier med mindre kreditorene har fått full dekning. Grunnen til at en slik tapsfordeling likevel kan være rimelig, og derfor er tillatt etter dagens regler, er som følger: Et flertall av kreditorene som berøres av planen har stemt for planen, disse kreditorene har lik konkursprioritet, tilbys samme løsning og er dermed i en sammenlignbar situasjon. En plan som flertallet stemmer for, vil da presumptivt være det beste for kreditorfellesskapet som helhet. Flertallets samtykke kan da tolkes som uttrykk for at de usikrede kreditorene som fellesskap anser planen som rimelig og at det er gode grunner for å la aksjonærene beholde en andel av verdiene.

Som jeg kommer tilbake til i punkt 3.2.1 og kapittel 5, vil de nye rekonstruksjonsreglene åpne opp for at planen kan berøre kreditorer med ulik konkursprioritet og tilby kreditorer med lik konkursprioritet ulikt oppgjør. Dette innebærer en forskjell fra dagens regler: kreditorene som tvangsakkorden kan berøre, er ikke lenger nødvendigvis i sammenlignbare situasjoner og man trenger et økt minoritetsvern, i form av en prioritetsregel. Før jeg undersøker utgangspunktet for en slik prioritetsregel er det viktig å forstå hvilke formål og hensyn rekonstruksjonsreglene skal ivareta.

2.3.2. Formål, funksjon og hensyn

Hovedformålet med rekonstruksjonsloven er å innføre en effektiv prosess for å sikre videre drift av levedyktige bedrifter, men samtidig å sortere ut de bedriftene som ikke lenger er

[80] Dette gjelder for fordringer sikret med pant eller motregningsrett, mens «fordringer med lovbestemt fortrinnsrett» sikter til de fordringene med prioritet etter deknl. kap. 9.
[81] Det er imidlertid gjort unntak fra fortrinnsretten til skatte- og avgiftskrav etter deknl. § 9-4 første ledd nr. 1, 3, 4 og 5, jf. rekonstruksjonsforskriften § 1. Slike krav kan dermed påvirkes på lik linje som usikrede krav.

levedyktige.[82] Rekonstruksjon og konkurs har delvis motstridende formål – videre drift som samme rettssubjekt mot avvikling – men deler et felles siktemål om å sortere ut bedrifter som ikke lenger er levedyktige.

Konkursreglene og rekonstruksjonsreglene skiller seg imidlertid klart i hvilken tilnærming de har for å nå formålet. Som gjennomgått i punkt 2.2, er konkursretten bygget rundt et forutbestemt utfall der det er lite rom for forhandlinger. Istedenfor å etterligne en slik hypotetisk avtale der løsningen er gitt på forhånd, skal reglene tilrettelegge for at partene faktisk forhandler frem en løsning.[83] Reglene utgjør et prosessuelt rammeverk som angir *hvordan* en rekonstruksjonsplan skal vedtas og gjennomføres, men som i stor grad overlater til partene å bestemme *hva* den skal inneholde. Skyldneren står for eksempel fritt til å sette sammen tiltakene i rekonstruksjonsplanen innenfor rammene fastsatt i rekonstruksjonsloven § 34.[84]

Reglenes ulike tilnærming henger sammen med at rekonstruksjon og konkurs har noe ulike anvendelsesområder og formål.[85] Rekonstruksjonsreglenes virkeområde innebærer at reglene skal kunne anvendes både på et selskap som akkurat oppfyller åpningsvilkåret om alvorlige økonomiske problemer og et selskap som er insolvent. Når skyldneren er insolvent skjer driften i realiteten for kreditorenes regning, og forhandlingsrommet for skyldneren er snevert. Der skyldneren «bare» har alvorlige økonomiske problemer, åpner det seg derimot et større spillerom der flere ulike løsninger kan avhjelpe skyldnerens økonomiske problemer. Jo nærmere insolvens skyldneren befinner seg, desto snevrere blir dette rommet – dels fordi virksomhetsverdien reduseres, dels fordi interessekonflikten mellom kreditorene tilspisses. For at reglene skal kunne anvendes ved ulik grad av betalingsproblemer, kreves det en høy grad av fleksibilitet i reglene.

En høy grad av fleksibilitet må likevel balanseres mot hensynet til kreditorfellesskapets forutberegnelighet. Etter rekonstruksjonsloven § 8 skal rekonstruktøren «bistå skyldneren» og

[82] Prop. 75 L (2019–2020) s. 12. Dette overordnede siktemålet er fulgt opp i proposisjonen og gjør seg dermed gjeldende for de foreslåtte reglene også, se Prop. 56 L (2025–2026) s. 20. Hvorvidt loven lykkes med sorteringen, og om åpningsvilkåret åpner for at reglene kan misbrukes av selskaper som egentlig burde slås konkurs er et interessant spørsmål. Det faller imidlertid utenfor oppgavens tema å drøfte dette.
[83] Casey *Columbia Law Review* 2020 tar til orde for å skille rekonstruksjon fra creditors' bargain theory, bl.a. s. 1716.
[84] Se punkt 2.3.1.
[85] Konkurs aktualiseres idet skyldneren er insolvent, mens rekonstruksjon er aktuelt allerede når skyldneren har alvorlige økonomiske problemer, jf. kkl. § 60 og rekl. § 2.

«samtidig ivareta fordringshavernes felles interesser» – og der de lar seg forene, også «hensynet til berørte arbeidstakere og særlige samfunnsinteresser». Disse hensynene tilsvarer de som gjelder ved konkurs etter konkursloven §§ 85 og 88, som bekrefter at konkurs og rekonstruksjon er tuftet på de samme hensynene.

Vektingen av hensynene er imidlertid ulik. Ved rekonstruksjon tillegges hensynet til skyldneren selvstendig vekt – i motsetning til ved konkurs, der dette hensynet ikke vektlegges.[86] En rekonstruksjon vil bare lykkes, dersom løsningen er gjennomførbar for skyldneren. Praktisk gjenspeiles dette i at skyldneren beholder rådigheten over virksomheten, og må samtykke til åpning av rekonstruksjon, se punkt 2.3.1. Til forskjell fra konkurs, der boet håndterer avviklingen uten skyldnerens medvirkning, er rekonstruksjonens utfall avhengig av aktivt samarbeid fra skyldneren og aksjonærene. Arbeidstaker- og samfunnshensyn kan dessuten tillegges større vekt ved rekonstruksjon enn ved konkurs, ettersom videre drift ivaretar arbeidsplasser og har positive lokaløkonomiske effekter.[87]

Rekonstruksjonsreglene må også ta hensyn til hvilke virkninger de kan få utenom rekonstruksjonsforhandlinger. I likhet med konkursreglene og utformingen av prioritetsreglene i dekningsloven kapittel 9, vil rekonstruksjonsreglenes forutberegnelighet påvirke forhandlinger om og vilkårene for kreditt. Utformingen av prioritetsreglene vil dermed også ha konsekvenser for kredittmarkedet.[88]

2.3.3. Rekonstruksjonsoverskuddet og aksjonærenes bidrag

En rekonstruksjon er bare lønnsom for partene der verdien av selskapets virksomhet i rekonstruert stand (rekonstruksjonsverdien) overstiger verdien av selskapets eiendeler ved konkurs (likvidasjonsverdien), og det dermed foreligger et rekonstruksjonsoverskudd. Som introdusert i punkt 2.1, er kjernen i prioritetsspørsmålet hvorvidt denne oppsiden ved rekonstruksjonen skal være forbeholdt kreditorene ved at aksjonærene nulles, eller om noe av verdien kan beholdes av aksjonærene.

Det intuitive svaret er kanskje at siden kreditorene har bedre prioritet enn aksjonærene ved konkurs, bør kreditorene også ha fortrinnsrett til rekonstruksjonsoverskuddet. Som jeg skal

[86] Se punkt 2.2.3.
[87] Villars-Dahl 2016 s. 65–66.
[88] Casey/Gurrea-Martínez *ECGI* 2026 s. 3–4.

vise gjennom oppgaven, bygger både utenlandsk rett og de foreslåtte norske reglene på at dette i det minste ikke bør gjelde absolutt. For å forstå hvorfor en betingelse om nulling av aksjonærene kan være problematisk er det nødvendig å forstå når det kan oppstå et rekonstruksjonsoverskudd, og i hvilke situasjoner aksjonærenes deltakelse kan være en forutsetning for å realisere overskuddet.

Visse selskaper har en type økonomiske problemer der de uavhengig av en rekonstruksjon ikke vil kunne bli lønnsomme igjen og derfor bør likvideres. Amerikansk litteratur bruker begrepsparet finansiell- og økonomisk svikt som et analytisk verktøy for å skille mellom selskaper som kan rekonstrueres eller bør likvideres.[89] Finansiell svikt foreligger der selskapets virksomhet er driftsmessig lønnsom, men har en uholdbar kapitalstruktur, typisk i form av for høy gjeldsbelastning sammenlignet med inntjening og eiendeler.[90] Problemet ligger altså ikke i driften, som genererer større driftsinntekter enn driftsutgifter, men knytter seg til finansieringen av rettssubjektet som driver virksomheten. Fordi virksomheten i seg selv er levedyktig, vil eiendelene gjerne være mer verdt ved videre drift enn ved stykkvis realisasjon, og rekonstruksjon er typisk det riktige virkemiddelet.

Økonomisk svikt foreligger derimot der den underliggende virksomheten ikke er lønnsom, fordi forretningsmodellen ikke fungerer, markedet har endret seg, eller ressursene bør brukes annerledes.[91] Her ligger problemet i selve driften. Gjeldsreduksjon og ny kapital vil ikke gjøre selskapet levedyktig der driften i seg selv er tapsdrivende – selskapet vil etter hvert igjen bli insolvent uavhengig av kapitalstrukturen. Et klassisk eksempel er selskapet som produserer teknologisk utdaterte produkter: uansett hvor mye gjelden reduseres, vil ikke etterspørselen øke, og likvidasjon er den riktige løsningen. Ressursene kan da omfordeles til mer produktiv bruk, i tråd med formålet om å avvikle ulønnsomme selskaper.[92]

Forutsetningen for at rekonstruksjonen skal være vellykket er dermed at den underliggende driften er lønnsom. Villars-Dahl fremhever tre situasjoner der videreføring av selskapet gjennom rekonstruksjon kan gi særlig stor gevinst sammenlignet med konkurs. Den første er

[89] Jackson 2020 s. 8, se også Rekonstruksjonsdirektivet fortale punkt 3 og 4 som bruker begrepsparet for å skille mellom virksomheter som bør rekonstrueres og likvideres.
[90] Jackson 2020 s. 8.
[91] Ibid.
[92] Økonomisk svikt kan imidlertid være midlertidig, som f.eks. under coronapandemien der store deler av tjenestenæringen opplevde en brå stans i virksomheten. Selv om det ikke var mulig å drive virksomhetene på samme måte, skyldtes det ikke bedriftene selv. I slike tilfeller kan en rekonstruksjon være vellykket, ettersom pandemien nettopp var årsaken for en midlertidig rekonstruksjonslov.

at selskapet kan ha verdifulle immaterielle rettigheter herunder konsesjoner og lisenser som ikke lar seg overføre til et nytt rettssubjekt, og dermed vil gå tapt ved en konkurs. Den andre er at en overdragelse til en ny enhet kan ta lang tid slik at en verdifull markedsposisjon tapes, eller i motsatt fall der salget skjer under et stort tidspress og man risikerer å selge selskapet til underpris. Den tredje er at man kan tape verdifull kompetanse og know-how som eiere og ansatte besitter, der de ikke tas med i den nye enheten.[93]

I det tredje tilfellet vil rekonstruksjonsverdien være avhengig av aksjonærenes bidrag også i det rekonstruerte selskapet. Aksjonærenes fremtidige bidrag kan dermed øke rekonstruksjonsverdien og bedre dekningsgrunnlaget for samtlige kreditorer. Dette er en problemstilling som ikke oppstår i konkurs. Ved konkurs påvirkes ikke salgsprovenyet av aksjonærenes eller styrets deltakelse i bobehandlingen. Ved rekonstruksjon kan derimot aksjonærenes fremtidige bidrag være en forutsetning for hvor vellykket rekonstruksjonen er.

Aksjonærenes bidrag vil som regel være mer verdifullt for mindre selskaper enn i store virksomheter. I små og mellomstore bedrifter (SMB),[94] har aksjonærene ofte en mer fremtredende rolle, og selskapets navn og rykte er i større grad knyttet til eierne, enn i store børsnoterte selskaper. En aksjonær i Norwegian Air Shuttle ASA er ikke nødvendigvis operativt involvert i selskapet, mens de tre aksjonærene i den lokale rørleggerbedriften typisk er selskapets operative kjerne. Over 99 % av norske bedrifter etter antall er å regne som SMB,[95] noe som taler for at prioritetsregelen bør tilrettelegge for at aksjonærene ved en rekonstruksjon kan beholde en andel av verdiene.

2.3.4. Tvangsakkord som løsning på holdout-problemet og behovet for en prioritetsregel

Jeg har hittil sett på hvordan rekonstruksjonsreglene er utformet som et forhandlingsrammeverk som nødvendiggjør en høy grad av fleksibilitet, hvilke formål og hensyn rekonstruksjonsreglene skal ivareta, og under hvilke betingelser aksjonærenes deltakelse kan være en forutsetning for en vellykket rekonstruksjon. Spørsmålet er hvorfor det

[93] Villars-Dahl 2016 s. 11–12 omtaler de tre nevnte situasjonene.
[94] SMB defineres etter Direktiv (EU) 2013/34 art. 2, som er gjennomført i rskl. § 1-5, og utgjør bedrifter med færre enn 250 ansatte, en nettoomsetning på under 580 millioner kroner, og en samlet årlig balanse på under 290 millioner kroner.
[95] Tall fra SSB, oppdatert 12. januar 2026.

er behov for regler som tvinger gjennom en plan som er til kreditorfellesskapets beste, og hvilke skranker som i så fall må gjelde for å sikre at mindretallet ikke påføres et urimelig tap.

Selv om det vil foreligge et rekonstruksjonsoverskudd ved en vellykket rekonstruksjon og kreditorene vil kunne tjene på rekonstruksjonen sammenlignet med konkurs, så er det ikke gitt at samtlige kreditorer vil gå med på planen. Et vilkår om enstemmighet gir hver enkelt kreditor en vetorett som kan utnyttes strategisk. Gjennom vetoretten kan én enkelt kreditor – selv der planen er gunstig for kreditorfellesskapet som helhet – true med å stemme ned planen for å forhandle seg til bedre vilkår på de øvrige kreditorenes bekostning. Dette omtales som et holdout-problem og er uønsket fordi det gir én kreditor en uforholdsmessig forhandlingsmakt, og kan føre til forsinkelser og virke kostnadsdrivende.[96]

Muligheten til å tvinge gjennom en plan på nærmere bestemte vilkår løser holdout-problemet på to måter. For det første forhindrer det at én enkelt kreditor umuliggjør en rekonstruksjon som er gunstig for kreditorfellesskapet som helhet. For det andre fjerner det insentivene til strategisk tilbakeholdelse, ettersom en kreditor ikke lenger kan sikre seg bedre vilkår ved å nekte å stemme for planen. Resultatet er en mer effektiv forhandlingsprosess: uten krav om enstemmighet blir prosessen både tidseffektiv og kostnadsbesparende for alle parter, noe som er et uttrykkelig formål med rekonstruksjonsreglene.[97] Dette harmonerer med insolvensrettens grunnleggende formål, som er å skape best mulig utfall for kreditorfellesskapet som helhet – ikke å maksimere utfallet for den enkelte kreditor. Tvangsakkord understøtter nettopp dette formålet ved å sikre at individuelle interesser ikke fortrenger fellesskapets.

Muligheten for tvangsakkord reiser imidlertid et nytt spørsmål om hvilket vern dissenterende kreditorer har. Der kreditorenes krav skrives ned vil samtidig aksjeverdien til selskapet øke, fordi aksjeverdien forenklet sett gjenspeiler differansen mellom virksomhetens verdi og selskapets gjeld. Det kan derfor være urimelig at aksjonærene ikke må bære noe tap gjennom en plan som øker verdien på eierandelene deres. Prioritetsregelen er derfor en av flere regler for minoritetsvernet av dissenterende kreditorer og skal sørge for at rekonstruksjonsplanen som stadfestes også er rimelig overfor dissenterende kreditorer.

[96] Casey *Columbia law review* 2020 s. 1737.
[97] Se punkt 2.3.2.

Spørsmålet om prioritetsregelens nærmere utforming, og avveiningen mellom forutberegnelighet for kreditorene og fleksibilitet i fordelingen er kjernen i analysen i de følgende kapitlene. Før det er det nødvendig å sammenfatte hva som kan begrunne ulike fordelingsprinsipper i konkurs og rekonstruksjon.

2.4. Begrunnelsen for ulike fordelingsprinsipper i konkurs og rekonstruksjon

Kapittel 2 har vist at konkurs og rekonstruksjon tilrettelegger for en felles gjeldsforfølgning og best mulig utfall for kreditorfellesskapet. Videre innebærer begge prosessene en tapsfordeling blant kreditorene og aksjonærene. Likevel er spørsmålet om hvilke rammer prioritetsregelen skal sette for tapsfordelingen ved rekonstruksjon et av de mest debatterte spørsmålene i internasjonal rekonstruksjonsteori. Som introdusert i punkt 2.1 er kjernen i debatten om stadfestelse av en tvangsakkord skal være betinget av at aksjonærene nulles. En slik betingelse er forenlig med fordelingen ved konkurs, der aksjonærene er helt sist i køen og stort sett taper alt. Dekningslovens prioritetsregler er veletablerte og alminnelig ansett som en rettferdig fordeling av selskapets midler. Det er da gode argumenter for å la konkursrettens prioritetsregler være førende for prioritetsregelen ved rekonstruksjon.

Samtidig er det to særlige poeng, som tilsier det bør gjelde egne og mer fleksible regler for tapsfordelingen. Det første er at reglenes grunnleggende funksjon er ulik. Konkursretten gir som vist i punkt 2.2.4 ett fast utfall, uten rom for forhandlinger.[98] Rekonstruksjonsreglene tilrettelegger i stedet for reelle forhandlinger, se punkt 2.3.1 og 2.3.2. Fleksibilitet i rekonstruksjonsreglene er særlig viktig fordi reglene skal fungere ved ulik alvorlighetsgrad av betalingsproblemer og på tvers av svært ulike selskaper, se punkt 2.3.2. I særlig små og mellomstore bedrifter er aksjonærenes deltakelse i driften dessuten ofte en forutsetning for en vellykket rekonstruksjon, se punkt 2.3.3.

For det andre er en vellykket rekonstruksjon avhengig av samarbeid fra skyldneren, og i mange tilfeller vil eiernes fremtidige bidrag i det rekonstruerte selskapet være nødvendig. Dersom en betingelse for tvangsakkord er at aksjonærene nulles, vil ikke eierne ved styret ha

[98] Det er adgang til å fremsette forslag om tvangsakkord under en konkurs etter kkl. § 123 flg. Reglene er lite brukt i praksis, men innebærer at skyldneren i visse tilfeller kan forhandle seg ut av konkurs og initiere rekonstruksjon. Etter lovendringen skal § 123 bare gjelde «fysisk person», og er ikke lenger relevant for selskaper.

noen insentiver til å initiere rekonstruksjonsforhandlinger. Hvordan prioritetsregelen utformes, vil dermed ha direkte innvirkning på eiernes vilje til å samarbeide og på utsiktene til en vellykket rekonstruksjon. Denne problemstillingen oppstår ikke i konkurs. Fordi konkurs ikke innebærer forhandlinger på samme måte, vil ikke måten dekningsrekkefølgen er utformet på påvirke hvor vellykket konkursen er. Det er derfor gode grunner for å åpne for fleksibilitet i hvordan tapet kan fordeles ved rekonstruksjon.

Fleksibilitet kan likevel ikke bli et mål i seg selv. Dersom reglene blir lite forutberegnelige for potensielle kreditorer, kan det også påvirke tilgangen på kreditt, ved at usikkerheten om hvilken dekning kreditorene vil få ved rekonstruksjon må innprises i rentekostnadene og vilkårene for kreditt. Prioritetsregelen må derfor gi rom for løsninger tilpasset den konkrete situasjonen, uten at dette skjer på bekostning av mindretallskreditorene. Utformingen av prioritetsregelen fordrer dermed en utfordrende avveining av hensynene til forutberegnelighet og fleksibilitet – en avveining som vil være gjennomgående i oppgavens videre analyse. I kapittel 3 analyserer jeg Rekonstruksjonsdirektivets tre ulike modeller for prioritetsregelen og hvordan de balanserer disse hensynene.

3. Ulike modeller for prioritetsregelen

3.1. Innledning

Kapittel 3 behandler den direktivbaserte delen av oppgavens andre delproblem: hvilke modeller finnes for prioritetsregelen og hvordan balanserer de kryssende hensyn. En rekonstruksjon som innebærer en gjeldskonvertering eller nedskriving av gjeld, vil – i likhet med konkurs – påføre kreditorene et tap.[99] En gjeldskonvertering vil også påføre aksjonærene et økonomisk tap ved at verdien av eksisterende aksjer utvannes når det utstedes nye aksjer til kreditorene.[100] Prioritetsregelens formål er å sikre at dette tapet fordeles på en rimelig måte mellom de berørte partene.

Prioritetsregelen kan imidlertid ikke forstås isolert, men må sees i sammenheng med reglene som begrunner og avgrenser den. Punkt 3.2.1 redegjør for hvordan klasseinndeling og en utvidet adgang til gjennomtvingelse nødvendiggjør et styrket minoritetsvern i form av en prioritetsregel, mens punkt 3.2.2 behandler best interest-testens innvirkning på hvor stor del av rekonstruksjonsverdien som er til fordeling. Disse reglene behandles først for å sette prioritetsregelen i riktig kontekst.

I punkt 3.3 analyseres Rekonstruksjonsdirektivets tre modeller for prioritetsregelen. Det kan tenkes andre tilnærminger til prioritetsregelen. Jeg begrenser behandlingen til direktivets tre modeller fordi de nye norske rekonstruksjonsreglene bygger på Rekonstruksjonsdirektivet, og det er derfor valget mellom de tre som har vært aktuelt i utformingen av de norske reglene. Gjennomgangen danner grunnlaget for det påfølgende komparative utsynet i kapittel 4, og er en nødvendig bakgrunn for analysen av den norske prioritetsregelen i kapittel 5.

3.2. Prioritetsregelens samspill med andre regler

3.2.1. Klasseinndeling og gjennomtvingelse

Departementet har foreslått å innføre regler om klasseinndeling av partene og gjennomtvingelse i tråd med rekonstruksjonsdirektivet.[101] Punktet behandler reglene på et konseptuelt nivå for å belyse deres funksjon i rekonstruksjonsprosessen. Ettersom de nye

[99] Ellingsæter/Meling *Tff* 2020 s. 76.
[100] Se punkt 2.3.1.
[101] Prop. 56 L (2025–2026) s. 105.

reglene bygger på og følger direktivets tilnærming, tar den følgende fremstillingen utgangspunkt i direktivets regler – reglenes funksjon er den samme i begge regelsett.

Et problem med dagens rekonstruksjonslov er at de ikke gir tilstrekkelig rom til å håndtere komplekse kapitalstrukturer eller tilby ulikt oppgjør til kreditorene. For å gjennomføre en større omstrukturering av gjelden kan det være nødvendig å påvirke også sikrede og fortrinnsberettigede krav. Det vil dessuten ofte være ønskelig å skjerme visse kreditorer eller behandle dem mer fordelaktig fordi de er nødvendige for den videre driften, typisk nøkkelleverandører eller kunder.

Slik fleksibilitet forutsetter regler om klasseinndeling og klassebasert avstemning. Gjennom klasseinndeling kan man sørge for at kreditorene stemmer på lik linje og over samme forslag innad i klassene. Dette skjer ved at partene deles inn i klasser basert på hvilken konkursprioritet de har. Som et minimum plasseres derfor berørte aksjonærer, sikrede fordringshavere og usikrede fordringshavere i separate klasser, slik at parter med lignende rettigheter behandles likt.[102] Kreditorer med lik prioritet kan også tilbys ulikt oppgjør, men disse må da deles inn i ytterligere klasser slik at de som tilbys samme oppgjør stemmer i samme klasse.[103]

Ved avstemningen stemmer de berørte partene innad i sine respektive klasser. En klasse anses å ha stemt for planen når fordringshavere som representerer et gitt flertall av klassens samlede beløp har stemt for planen.[104] Planen tvinges da gjennom overfor mindretallet innad i klassen. Der flertallet i en klasse har stemt for planen, kan man likevel gå ut fra at planen samlet sett er rimelig for den aktuelle klassen, som jo består av kreditorer med like rettigheter, i likhet med dagens regler.[105] Det motsatte gjelder: Dersom flertallet i en klasse stemmer mot, er dette en indikasjon på at forslaget er urimelig for den klassen. Stadfestelse av planen krever derfor i utgangspunktet at samtlige klasser stemmer for planen.[106]

[102] Rekonstruksjonsdirektivet artikkel 9 stk. 4.
[103] Rekonstruksjonsdirektivets fortale punkt 44.
[104] Fremstillingen her er svært forenklet for å sette prioritetsregelen i kontekst. Flertallskravet varierer noe avhengig av om klassen representerer sikrede krav, usikrede krav eller eierrettigheter, se nærmere analysen i punkt 5.5.
[105] Se punkt 2.3.1.
[106] Rekonstruksjonsdirektivet artikkel 9 stk. 6.

Krav om tilslutning fra samtlige klasser er likevel bare et utgangspunkt. En dissenterende klasse kan overstyres gjennom klasseoverskridende gjennomtvingelse, en mekanisme som gjør det mulig å tvinge gjennom en rekonstruksjonsplan selv om én eller flere klasser ikke oppnår flertall innad i den aktuelle klassen. Det er muligheten for klasseoverskridende gjennomtvingelse som aktualiserer behovet for en prioritetsregel og økt minoritetsvern for dissenterende klasser. Der samtlige klasser har stemt for, kan man, som nevnt, regne med at forslaget er rimelig for klassen som helhet. Et slikt utgangspunkt lar seg ikke opprettholde der én eller flere klasser har stemt mot planen: Man kan ikke slutte fra at klasse A og B har stemt for planen, at planen er rimelig for klasse C som har stemt mot. Årsaken til at A og B har stemt for kan like gjerne være at planen beriker A og B på bekostning av C.

For at planen likevel skal stadfestes overfor en eller flere dissenterende klasser, er det viktig at betingelsene for gjennomtvingelse er tilstrekkelig strenge. Den sentrale betingelsen er at oppgjøret som den dissenterende klassen tilbys, må være i samsvar med den valgte prioritetsregelen. Prioritetsregelen snevrer inn mulighetsrommet for hvilken fordeling som kan tvinges gjennom. Hvis planen ikke er i samsvar med prioritetsregelen, kan den ikke tvinges gjennom overfor den dissenterende klassen.

Samspillet mellom de tre elementene kan oppsummeres slik: Klasseinndeling gir fleksibilitet til å tilpasse planen etter de ulike partenes rettigheter og interesser. Klasseoverskridende gjennomtvingelse tilrettelegger for at rekonstruksjonsplanen kan gjennomføres effektivt selv der én eller flere klasser ikke samtykker. Prioritetsregelen bidrar til at verken fleksibiliteten eller effektiviteten går på bekostning av de berørte partenes rettigheter, ved at retten kan kontrollere at planen er rimelig også overfor dissenterende klasser.

3.2.2. Best interest test

Prioritetsregelen er, som nevnt, en betingelse som begrenser mulighetsrommet for hvilket tap en rekonstruksjonsplan kan binde dissenterende kreditorer til. Regelen må imidlertid ses i sammenheng med en annen betingelse for gjennomtvingelse, *best interest test*.[107] Testen innebærer at planen ikke kan tvinges gjennom dersom én dissenterende kreditor tilbys et oppgjør som er dårligere enn oppgjøret vedkommende ville ha mottatt ved konkursbehandling

[107] Rekonstruksjonsdirektivet artikkel 10 nr. 1 bokstav d.

av selskapet, eller i det nest beste scenarioet.[108] For enkelhetens skyld legger den videre fremstillingen i kapittel 3 konkursscenarioet til grunn som sammenligningsstandard; testen omtales heretter som konkurstesten. For analysen av hva det nest beste scenarioet innebærer, se punkt 5.4.3.

Testen er en individuell minsterettighet som kan påberopes av enhver dissenterende fordringshaver uavhengig av om flertallet i fordringshaverens klasse har stemt for planen. For sikrede fordringshavere innebærer testen at de er sikret fullt oppgjør såfremt sikkerheten dekker kravet, mens usikrede kreditorer er sikret et oppgjør som minst tilsvarer dividenden de ville fått ved konkurs. Konkurstesten låser dermed likvidasjonsverdien til selskapet som et gulv for hva fordringshaverne får: den del av selskapets verdi som kreditorene uansett ville fått ved konkurs, er forbeholdt fordringshaverne og kan ikke fordeles til aksjonærene. Testen skal sikre at gjennomtvingelse av planen er til kreditorenes beste, og samtidig forhindrer den at kreditorer unødig slår en skyldner konkurs for å motta et bedre oppgjør gjennom konkursbehandling.

Siden likvidasjonsverdien i sin helhet tilfaller kreditorene, er det rekonstruksjonsoverskuddet som er til fordeling mellom partene. Rekonstruksjonsoverskuddet er differansen mellom rekonstruksjonsverdien og likvidasjonsverdien, altså den merverdien som skapes ved at selskapet drives videre fremfor å likvideres. Ettersom konkurstesten kun setter et gulv for kreditorenes oppgjør, vil hele rekonstruksjonsoverskuddet tilfalle aksjonærene dersom kreditorene tilbys et oppgjør som tilsvarer dekningen de ville fått i konkurs. Det omstridte spørsmålet er om aksjonærene kan beholde hele eller deler av rekonstruksjonsoverskuddet, eller om det i sin helhet må tilfalle kreditorene.

3.3. Rekonstruksjonsdirektivets tilnærming

3.3.1. Valg av prioritetsregel

Valget av prioritetsregel avgjør hvordan rekonstruksjonsoverskuddet fordeles mellom berørte parter, og dermed i hvilken grad aksjonærene kan beholde eierandeler i selskapet på bekostning av kreditorene. Rekonstruksjonsdirektivet åpner for tre ulike tilnærminger, og det er opp til hvert enkelt medlemsland å velge hvilken det ønsker å implementere.[109]

[108] Rekonstruksjonsdirektivet artikkel 2 nr. 1 6).
[109] Rekonstruksjonsdirektivet artikkel 11.

For å illustrere hvilken virkning de ulike prioritetsreglene kan få, vil eksempelet med Lillevik Tech AS fra punkt 1.1 brukes gjennomgående. Selskapet har en samlet gjeld på 160 millioner. Likvidasjonsverdien ved konkurs er 100 millioner, og rekonstruksjonsverdien ved videre drift er 150 millioner. Det gir et rekonstruksjonsoverskudd på 50 millioner. Sikrede kreditorer har krav på 80 millioner, usikrede obligasjonseiere har krav på 60 millioner, og leverandører har krav på 20 millioner.

I et konkursscenario ville likvidasjonsverdien på 100 millioner blitt fordelt slik: de sikrede kreditorene ville fått full dekning (80 millioner), mens de resterende 20 millionene ville blitt fordelt proratarisk mellom de usikrede kreditorene. Obligasjonseierne ville dermed fått 15 millioner og leverandørene 5 millioner, noe som tilsvarer en dividende på 25 % – den minimumsdekningen konkurstesten sikrer usikrede kreditorer. Rekonstruksjonsoverskuddet skal deretter fordeles i tråd med prioritetsregelen, og i det følgende vil jeg vise hvordan det kan fordeles ulikt avhengig av hvilken prioritetsregel som legges til grunn.

Fremstillingen er bygget opp slik at jeg først presenterer de ulike prioritetsreglene enkeltvis med vekt på deres innhold og formål i punkt 3.3.2 til 3.3.4, før jeg samlet gjennomgår innvendingene mot disse i punkt 3.3.5 og 3.3.6. En slik struktur er hensiktsmessig fordi svakhetene ved én regel gjerne er styrkene ved en annen, og sammenhengen kommer tydeligst frem når innvendingene mot reglene ses under ett. Punktene er delt opp fordi innvendingene i punkt 3.3.5 er spesifikke for de ulike reglene, mens innvendingene i punkt 3.3.6 retter seg mot direktivets utforming av reglene som helhet.

3.3.2. Absolute Priority Rule

Absolute priority rule (APR) er en anerkjent og veletablert utforming av prioritetsregelen ved rekonstruksjon. Regelen har vært utgangspunktet i amerikansk rett siden 1913,[110] og har også tjent som inspirasjon for rekonstruksjonsreglene i flere andre land.[111] I direktivet er regelen utformet slik at en dissenterende klasse må «fyldesgøres fuldt ud ... hvis en lavere prioriteret klasse skal fyldestgøres eller bevare eventuelle interesser», jf. artikkel 11 nr. 2. Prioritet må

[110] Regelen har sitt opphav i en dom fra USAs Supreme Court, *Northern Pacific Ry. Co. v. Boyd*, 228 U.S. 482 (1913), og er kodifisert i USBC Chapter 11 § 1129 (b)(2)(B)(ii).
[111] Se f.eks. den tyske reguleringen i § 245 Insolvenzordnung, som brukte APR lenge før vedtakelsen av Rekonstruksjonsdirektivet.

forstås som en henvisning til konkursprioritet og innebærer at fordringer kun dekkes dersom fordringer med høyere konkursprioritet er dekket fullt ut.[112] Dersom ikke samtlige usikrede kreditorer oppnår full dekning, kan aksjonærene ikke beholde eierandeler i selskapet og det må skje en nulling av aksjonærene.

APR innebærer at rekonstruksjonsoverskuddet fordeles slik: sikrede kreditorer får full dekning (80 millioner), obligasjonseierne får dekket 52,5 millioner (87,5 % av hovedstolen) og leverandørene får dekket 17,5 millioner (87,5 %). Aksjonærene beholder ingen eierandeler ettersom ikke alle kreditorene oppnår full dekning. Aksjonærene taper da samtlige av eierandelene sine, mens de usikrede kreditorene taper 12,5 % av sine opprinnelige krav, men likevel mottar et oppgjør som er mer enn tre ganger oppgjøret de ville fått ved konkurs.

APR tilrettelegger for at fordringshaverne som helhet oppnår best mulig dekning ettersom hele rekonstruksjonsoverskuddet fordeles på fordringshaverne.[113] En slik fordeling samsvarer også best med fordringshavernes stilling utenfor rekonstruksjon, og griper dermed minst mulig inn i eksisterende rettigheter, i tråd med Butner-prinsippet.[114] Gjennom APR kan fordringshaverne allerede på kredittgivningstidspunktet forutse dekningsrekkefølgen ved en eventuell rekonstruksjon og kalkulere dekningsrisikoen deretter.[115] En slik forutberegnelig rettsposisjon kan senke lånekostnadene sammenlignet med en situasjon der dekningsrekkefølgen er usikker og fordringshaverne må innprise den økte risikoen i renten på lånet.[116] APR er dermed den prioritetsregelen som i størst grad ivaretar hensynet til forutberegnelighet for fordringshaverne. Denne styrken begrenser samtidig partenes forhandlingsrom, og gjør det vanskeligere å utforme fleksible løsninger som kan sikre en vellykket rekonstruksjon.

3.3.3. Relative Priority Rule

Rekonstruksjonsdirektivet tar utgangspunkt i en relativ prioritetsregel (RPR) som standardbetingelse for gjennomtvingelse av en rekonstruksjonsplan. Regelen åpner for at retten kan stadfeste en rekonstruksjonsplan selv om en klasse ikke har stemt for, såfremt den dissenterende klassen «behandles mindst lige så gunstigt som enhver anden klasse af samme

[112] Se punkt 2.2.4 for gjennomgang av dekningsrekkefølgen i konkurs.
[113] Ballerini *Int. Insolv. Rev*. 2021 s. 11.
[114] Se punkt 2.2.3.
[115] Lubben *Fordham jl.* 2016 s. 582.
[116] Ibid.

rangorden og gunstigere end enhver lavere prioriteret klasse».[117] Bestemmelsen stiller dermed kun krav til den relative forskjellen mellom klassenes oppgjør: en høyere prioritert klasse behandles bedre enn en lavere prioritert klasse, uten at noen klasse nødvendigvis dekkes fullt ut.[118] Etter denne tilnærmingen kan aksjonærene beholde eierandeler i selskapet, forutsatt at usikrede kreditorer tilbys en høyere prosentvis dekning av sine krav enn det aksjonærene får beholde av sine eierandeler.

I Lillevik Tech-eksempelet kan planen etter RPR i teorien innebære følgende fordeling: De sikrede kreditorene får full dekning (80 millioner), mens de resterende 70 millionene fordeles mellom usikrede kreditorer og aksjonærene. De usikrede kreditorene får **32 % dekning** av sine krav, 19,2 millioner til obligasjonseierne og 6,4 millioner til leverandørene. Aksjonærene kan da beholde **29,6 %** (44,4 millioner) av rekonstruksjonsverdien. Det sentrale poenget er at RPR-kravet er oppfylt allerede ved at de usikrede kreditorene tilbys en noe høyere prosentvis dekning enn hva aksjonærene får beholde. RPR åpner altså for at aksjonærene beholder en betydelig del av rekonstruksjonsoverskuddet på bekostning av kreditorenes dekning. Eksempelet illustrerer tanken bak regelen, men forutsetter at kreditorenes krav og aksjonærenes eierandeler er sammenlignbare prosentvise størrelser – noe som i seg selv er omstridt, se punkt 3.3.5.

Direktivets RPR er en rettslig nyvinning uten klar forgjenger i eldre rett, og ble lagt til i det reviderte direktivutkastet i 2018.[119] Det opprinnelige utkastet til direktivet fra 2016 tok i stedet utgangspunkt i å implementere APR som standardregel.[120] Regelen om relativ prioritet har sitt utspring i rapporten «Best Practices in European Restructuring» som ble utarbeidet i forbindelse med arbeidet med direktivet.[121] Rapporten argumenterte for at en relativ prioritetsregel ville løse sentrale problemer ved APR, og at den derfor var å foretrekke.[122]

3.3.4. Relaxed Absolute Priority Rule

Som et tredje alternativ åpner rekonstruksjonsdirektivet for at medlemslandene kan vedta en modifisert versjon av APR, gjerne omtalt som relaxed APR. Regelen er utformet som en

[117] Rekonstruksjonsdirektivet artikkel 11 nr. 1 bokstav c.
[118] Konkurstesten vil likevel sørge for at sikrede krav får full dekning, dersom de ville fått det ved en konkurs.
[119] Forslag til rekonstruksjonsdirektivet 2018 punkt e.
[120] Forslag til rekonstruksjonsdirektivet 2016 fortalen punkt 28.
[121] van Zwieten/Ellingsæter 2025 s. 74. Se Stanghellini mfl. 2018 for selve rapporten s. 46–47.
[122] Stanghellini mfl. 2018 s. 46–47. Se punkt 3.3.5 for innvendinger mot APR.

unntaksregel der det kan gjøres unntak fra fordelingen ved APR dersom «det er nødvendigt for at nå målene med rekonstruktionsplanen» og såfremt planen «ikke urimligt skader eventuelle berørte parters rettigheder eller interesser», jf. Rekonstruksjonsdirektivet artikkel 11 nr. 2 annet punktum.

Unntaket innebærer en totrinnsvurdering: om unntaket er nødvendig for en vellykket rekonstruksjon (formålstjenlig) og om det er rimelig overfor de dissenterende partene (forholdsmessig). Standarden er generell og skjønnsmessig, uten nærmere kriterier for hva som vil anses som forholdsmessig. Dette synes å være et bevisst valg for å bevare regelens fleksible karakter, men den skjønnsmessige utformingen kan samtidig bidra til usikkerhet rundt praktiseringen av unntaket, se punkt 3.3.6.2. Tapsfordelingen er i utgangspunktet i tråd med APR, men hvilke unntak som kan gjøres, og dermed hvilken fordeling som kan stadfestes, avhenger av hvilke kriterier som legges til grunn for unntaket.[123]

3.3.5. Innvendinger mot anvendelsen av de ulike prioritetsreglene

Som illustrert ovenfor er valget av prioritetsregel ikke bare et teknisk-juridisk spørsmål. Valget har direkte konsekvenser for fordelingen av rekonstruksjonsoverskuddet, og dermed for hvilke insentiver de ulike partene har til å initiere og samarbeide om en rekonstruksjon. Siden vedtakelsen av rekonstruksjonsdirektivet har de ulike tilnærmingene vært gjenstand for betydelig diskusjon. Innvendingene kaster lys over avveiningene av kryssende hensyn som utformingen av prioritetsregelen innebærer.

En sentral innvending mot APR er at regelen krever en nøyaktig verdsettelse av selskapet, noe som er både kostbart og krevende i tilfeller der det ikke skjer et faktisk salg av selskapet. En verdsettelse er nødvendig for å avgjøre om selskapet er verdt mer enn de sikrede kreditorenes fordringer, og i så fall hvor mye som kan fordeles på lavere prioriterte klasser.[124] APR krever med andre ord at selskapets verdi vurderes opp mot de sikrede kravene, og verdsettelsen avgjør hvilke kreditorer som vil få dekning (såkalte *in the money-kreditorer*) og hvilke som ikke vil det (*out of the money-kreditorer*).

[123] Fordelingen vil derfor i utgangspunktet tilsvare eksempelet i punkt 3.3.2, men kan avvike fra den der vilkårene for unntak er oppfylt.
[124] Baird *UPLR* 2017 s. 796.

Baird har trukket frem at selv om verdsettelser foretas objektivt, er det ofte stor variasjon i hvordan de utføres, og det kan være stor uenighet om hvordan verdsettelsen skjer.[125] Både sikrede og usikrede kreditorer har insentiver til å bestride verdsettelsen, ettersom selv en endring på et par prosent kan avgjøre om de er *in- eller out of the money*.[126] Viktigheten av verdsettelsen kan illustreres med Lillevik-eksempelet: Ekspert A mener selskapet er verdt 140 millioner. Da vil leverandørene som i APR-eksempelet fikk dekket 10 millioner plutselig være out of the money. Ekspert B mener derimot at selskapet er verdt 160 millioner. Leverandørene vil da få dekket 20 millioner av kravet sitt. En usikkerhet på 20 millioner (14%) kan dermed bety forskjellen mellom full eller ingen dekning. Kostnadene ved slike verdsettelseskonflikter kan bli betydelige: Under rekonstruksjonen av Residential Capital ble det brukt over 100 millioner amerikanske dollar utelukkende for å komme til enighet om verdsettelsen av kravet til én enkelt klasse med sikrede kreditorer.[127]

En annen innvending mot APR er at der det ikke skjer et salg av virksomheten, anvendes konkursprinsipper på en situasjon som ikke ligner konkurs: selskapet skal ikke selges, men drives videre som samme rettssubjekt, og generere nye verdier. I mange tilfeller vil overholdelse av APR kreve at aksjonærene utvannes fullstendig. I slike tilfeller overføres eierskapet av selskapet fra de opprinnelige aksjonærene til de opprinnelige kreditorene. Dersom rekonstruksjonen er vellykket, vil de opprinnelige kreditorene – som nå er aksjonærer – potensielt motta mer enn full dekning for kravet gjennom utbyttet fra aksjene, mens de opprinnelige aksjonærene og lavere prioriterte kreditorer ender opp uten dekning.[128] På denne måten kan enkelte kreditorer sikre seg en enerett til selskapets fremtidige overskudd på bekostning av de lavere prioriterte kreditorene og aksjonærene.

En tredje innvending er at APR kan svekke aksjonærenes insentiver til å initiere og samarbeide om en rekonstruksjon. Som fremhevet i punkt 2.3.1 øker sannsynligheten for en vellykket rekonstruksjon dersom den åpnes før selskapet er insolvent. Dekningsgrunnlaget for kreditorene kan dessuten i mange tilfeller bedres dersom aksjonærene bidrar i det rekonstruerte selskapet, se punkt 2.3.3 og 2.4. Når aksjonærene vet at én dissenterende klasse er tilstrekkelig til at de mister samtlige eierandeler, har de få insentiver til å initiere

[125] Baird *UPLR* 2017 s. 807.
[126] Ibid.
[127] *In re Residential Capital, LLC*, 501 B.R. 549, 624 (Bankr. S.D.N.Y. 2013).
[128] Madaus *EBOR* 2018 s. 622. Dersom rekonstruksjonen ikke er vellykket og selskapet går konkurs vil kreditorene imidlertid ikke få noen dekning for kravet sitt. Gjeldskonvertering innebærer dermed også en risikofordeling, se punkt 2.3.1.

rekonstruksjonsforhandlinger. Dette er særlig problematisk i SMB, der aksjonærene gjerne er involvert i selve driften, og det kan være avgjørende å beholde dem i det rekonstruerte selskapet.[129] APR er imidlertid ikke til hinder for at aksjonærene beholder eierinteresser dersom samtlige kreditorer samtykker, og der aksjonærenes bidrag er avgjørende vil gjerne kreditorene akseptere at aksjonærene får beholde eierandeler.[130] Det forutsetter imidlertid at alle klasser har tilstrekkelig informasjon om aksjonærenes bidrag og evner å koordinere seg – noe som ikke alltid er tilfellet.

En fjerde innvending, fremmet i rapporten fra Stanghellini mfl., er at APR kan skape et holdout-problem.[131] I motsetning til holdout-problemet i punkt 2.3.4, der én kreditor kan blokkere rekonstruksjonen, er holdout-problemet her knyttet til at en klasse stemmer mot planen for å sikre seg bedre oppgjør på de øvrige kreditorenes bekostning. Problemet oppstår der en kreditorklasse ser for seg at planen vil gå gjennom, men velger å stemme mot planen og slik sikre seg et bedre oppgjør, mens de lar de andre kreditorklassene ta større tap. Dette er som nevnt mulig fordi prioritetsregelen kun kommer til anvendelse for dissenterende klasser, og samtykkende klasser dermed kan ende opp med en dårligere løsning.

Mens APR kritiseres for å være for rigid, møter RPR den motsatte kritikken: Regelen har blitt kritisert for å favorisere aksjonærene og fravike kreditorenes rettigheter i for stor grad.[132] I medlemsland som velger RPR vil det være vanskeligere for kreditorene å forutse hvilken dekning de kan forvente ved en eventuell rekonstruksjon, enn i land som følger APR. Forutberegneligheten svekkes særlig ved at vilkåret om at dissenterende kreditorer behandles «mindst lige så gunstigt» er skjønnsmessig og åpner for mange ulike utfall. En dissenterende kreditor kan for eksempel behandles vesentlig gunstigere eller bare marginalt gunstigere enn aksjonærene. Rekonstruksjonsdirektivet gir ingen veiledning om regelens praktiske anvendelse, og det er knyttet usikkerhet til hvordan regelen vil praktiseres. Denne usikkerheten rundt kreditorenes posisjon under en eventuell rekonstruksjon vil typisk gjenspeiles i lånevilkårene, ettersom risikoen for å ikke få best mulig dekning må innprises i

[129] Ballerini *Int. Insolv. Rev*. 2021 s. 21. Se også punkt 2.3.2 om SMB.
[130] Ibid s. 22.
[131] Stanghellini mfl. 2018 s. 46.
[132] Ballerini *Int. Insolv. Rev*. 2021 s. 18.

renten.[133] En konsekvens er at det kan bli mindre attraktivt å investere i medlemsland som velger RPR, med negative virkninger for tilgangen til usikret kreditt.[134]

Seymour/Schwarcz har fremhevet at det etter RPR ikke er nødvendig med en nøyaktig verdsettelse.[135] Fordi RPR kun krever at høyere klasser behandles bedre enn lavere prioriterte klasser er det tilstrekkelig å fastslå en takverdi, sammenlignet med APR – der kravet om full dekning krever en presis verdsettelse. Etter RPR er det tilstrekkelig å fastslå at selskapet ikke er verdt mer enn for eksempel 140 millioner og fordele dekningen prosentvis ut ifra denne.[136] Å fastsette en takverdi er en billigere og enklere prosess enn den fullstendige verdsettelsen APR krever.[137] Denne forenklede tilnærmingen forutsetter imidlertid at sammenligningen skjer mellom fordringshaverne. Det skyldes at kreditorenes krav er uttrykt i kroner slik at en prosentvis sammenligning av dekningen av hovedstolen gir uttrykk for behandlingen mellom kreditorene. Der planen innebærer en utdeling til aksjonærene, treffer ikke dette: til forskjell fra kreditorenes krav er aksjonærenes verdier ikke en fordring med bestemt pålydende, men restverdien av selskapet etter at samtlige fordringer er dekket.[138] En prosentvis sammenligning på tvers av disse to størrelsene gir derfor ikke noe meningsfullt resultat. Verken Rekonstruksjonsdirektivet eller rapporten som regelen stammer fra gir bidrag til hvordan «mer gunstig»-kravet skal løses i sammenligningen av verdien fordringshaverne henholdsvis aksjonærene mottar. I litteraturen er det skissert flere motstridende tolkningsalternativer uten at noen har bred støtte.[139] Dette underbygger den manglende forutsigbarheten ved RPR.

Selv om det etableres en praksis for hvordan utregningen ved RPR utføres, så kan det likevel oppstå utfordringer ved verdsettelsen. Krohn har fremhevet at selv om RPR ikke isolert sett krever en eksakt verdsettelse, så vil anvendelse av konkurstesten kreve det.[140] Konkurstesten kan påberopes av enhver dissenterende kreditor og vil kreve en eksakt verdsettelse av selskapet for å avgjøre om oppgjøret som kreditoren tilbys er minst like gunstig som

[133] Seymour/Schwarcz *Uni. Illinois* 2021 s. 36.
[134] Ibid.
[135] Ibid s. 26–27.
[136] Ibid.
[137] Ibid s. 27.
[138] Ibid s. 51–52.
[139] Ibid s. 51–53. Blant de tolkningsalternativene som er skissert er en ren absolutt sammenligning av nominelle beløp, en modell der aksjonærenes maksimale aksjebeholdning knyttes til dekningsprosenten for den neste prioriterte kreditorklassen, og en egenkapitalbasert modell der alle klasser tildeles aksjer i fallende størrelse.
[140] Krohn *Int. Insolv. Rev*. 2021 s. 85, se punkt 3.2.2 for definisjon av konkurstesten.

oppgjøret kreditoren ville fått ved konkurs. Selv om ikke RPR krever en verdsettelse, så vil det likevel ofte være nødvendig fordi konkurstesten krever det, og testen trolig også vil påberopes ved gjennomtvingelse.

Relaxed APR har fått lite direkte kritikk, noe som trolig skyldes at den kun er en oppmykning av den allerede velkjente APR, og RPR er en mer kontroversiell endring. Fordelen med relaxed APR er at domstolen kan gå rett på spørsmålet om vilkårene for unntak fra APR vil være oppfylt, istedenfor å vurdere om APR er overholdt. Dersom det er grunnlag for å fravike APR, unngår man at det må foretas en nøyaktig verdsettelse av konkursverdien.[141] Samtidig bærer relaxed APR preg av den typen skjønnsmessige vurderinger som under RPR gjør utfallet lite forutberegnelig. Vilkårene om at unntaket må være nødvendig og forholdsmessig er såpass vage at det vil være opp til domstolen å trekke opp grensene, og uten klare retningslinjer kan dette skape stor usikkerhet om terskelen for å fravike hovedregelen om APR. Dette skal utdypes i punkt 3.3.6.2.

De tre tilnærmingene representerer ulike avveininger mellom forutberegnelighet, fleksibilitet og kreditorvern. Tabellen nedenfor oppsummerer de viktigste forskjellene:

[141] Forutsatt at konkurstesten ikke påberopes.

	APR	Relaxed APR	RPR
Forutberegnelighet (regel)	Høy – regelen er klar og entydig	Middels – utgangspunktet er klart, men unntakene er skjønnsmessige	Lav – skjønnsmessig og åpen for mange tolkninger
Forutberegnelighet (anvendelse)	Middels – verdsettelseskonflikter skaper usikkerhet, men klar praksis	Middels – kriteriene for unntak er uklare og skjønnsmessige	Lav – lite veiledning om praktisering
Kreditorvern	Sterkt – hele rekonstruksjonsoverskuddet tilfaller kreditorene	Middels – APR som utgangspunkt, men unntak svekker vernet	Svakt – aksjonærene kan beholde verdier på kreditorenes bekostning
Fleksibilitet	Lav – streng waterfall-fordeling uten rom for tilpasning	Middels – fleksibilitet kun der det er nødvendig og forholdsmessig	Høy – åpner for skreddersydde løsninger
Aksjonærenes insentiver	Svake – aksjonærene mister alt hvis ikke alle kreditorer får full dekning	Middels – unntak kan brukes for å bevare aksjonærenes insentiver der det er nødvendig	Sterke – aksjonærene kan beholde verdier og har insentiv til å samarbeide
Verdsettelseskostnader	Høye – krever nøyaktig verdsettelse av selskapet	Lave – krever kun verdsettelse hvis unntaket ikke anvendes og man faller tilbake på APR.	Lave – kun takverdi nødvendig (isolert fra konkurstesten)

Valget av prioritetsregel beror på hvilke hensyn lovgiver vekter tyngst, og hva som er mest hensiktsmessig ut fra hvilke typer virksomheter som er mest utbredt i det aktuelle medlemslandet.

3.3.6. Innvendinger mot utformingen av prioritetsreglene

3.3.6.1. Tolkningstvil om vilkåret «lavere prioriteret klasse»

Foruten kritikken av de ulike tilnærmingene har selve utformingen av direktivets prioritetsregler møtt innvendinger. Direktivets prioritetsregler regulerer hvordan en

dissenterende klasse skal behandles sammenlignet med en «lavere prioriteret klasse».[142] I litteraturen har flere pekt på at dette vilkåret kan forstås på to ulike måter.[143] Hvordan vilkåret tolkes, vil få stor betydning for hvilke rekonstruksjonsplaner som kan stadfestes ved gjennomtvingelse.

Den første og bredere forståelsen er at «lavere prioritert klasse» viser til enhver kreditor- eller aksjonærklasse som ville hatt lavere prioritet enn den dissenterende klassen i en konkurssituasjon, uavhengig av om klassen er berørt av planen. Etter denne forståelsen må den dissenterende klassen enten få full dekning, eller bedre dekning enn aksjonærene – alternativt må unntaksregelen må komme til anvendelse – for at aksjonærene skal kunne beholde noen av eierrettighetene sine. Den brede forståelsen sikrer dermed kreditorvern i tråd med konkursrettslige prinsipper. En slik bred forståelse er for øvrig i tråd med hvordan APR er utformet i amerikansk rett.[144]

Den andre og snevrere forståelsen er at vilkåret kun kommer til anvendelse der det finnes en lavere prioritert *berørt* klasse. Etter denne forståelsen vil aksjonærene ikke anses som en «lavere prioriteret klasse» dersom planen ikke berører aksjonærenes rettigheter, men lar dem beholde eierandelene fullt ut. Planen kan da stadfestes ved gjennomtvingelse uten hinder av prioritetsregelen.[145] En slik snever forståelse av «klasse» er i tråd med hvordan ordet brukes ellers i direktivet, der det klart sikter til inndelingen av berørte parter.[146] Tolkningen har dermed støtte i en kontekstuell forståelse av bestemmelsen. Videre kunne direktivet ha brukt formuleringen «lavere prioritert kreditor eller aksjonær» dersom meningen hadde vært at vilkåret skulle forstås på en annen måte enn berørt klasse.

En formålsrettet tolkning taler imidlertid for den bredere forståelsen. Direktivets regel om absolutt prioritet har sitt opphav i den amerikanske regelen, og det fremheves verken i selve direktivet eller i forslaget til rekonstruksjonsdirektivet 2016 at denne er ment å avvike fra amerikansk rett.[147] Det sterkeste argumentet for den brede forståelsen er at direktivet gir medlemslandene adgang til å innføre en unntaksregel for APR der det er ønskelig og

[142] Rekonstruksjonsdirektivet artikkel 11 nr. 1 bokstav c og nr. 2.
[143] Bl.a. van Zwieten/Ellingsæter 2025 og Renman *Ny Juridik* 2022.
[144] Se punkt 4.2.2.
[145] van Zwieten/Ellingsæter 2025 s. 79.
[146] Se f.eks. rekonstruksjonsdirektivet artikkel 8 (1) og 9.
[147] Renman *Ny Juridik* 2022 s. 39.

nødvendig for rekonstruksjonen at aksjonærene beholder visse eierrettigheter.[148] I direktivets fortale punkt 56 fremheves det at unntaket fra APR skal brukes «når det skønnes rimeligt, at kapitalejere bevarer visse interesser». Direktivet synes dermed å forutsette at unntaket er det rettslige grunnlaget for å tillate at aksjonærene beholder *noen* eierrettigheter ved gjennomtvingelse overfor kreditorer. Det skaper dårlig sammenheng i reglene dersom det uten videre skal være uproblematisk å la aksjonærenes rettigheter forbli uberørt, men dersom aksjonærene skal beholde deler av rettighetene må man gjennom en snever unntaksregel. En regel som åpner for å holde aksjonærene uberørt av planen på bekostning av kreditorene kan dessuten tilrettelegge for en urimelig begunstigelse av aksjonærene og undergrave formålet om en rettferdig fordeling. Selv om flere har tatt til orde for at den snevre forståelsen er mest tro til ordlyden og må legges til grunn, er det så vidt vites ingen som har argumentert for at den snevre forståelsen gir en god regel.[149]

EU-domstolen har foreløpig ikke tatt stilling til spørsmålet, og det gjenstår å se hvordan vilkåret vil bli tolket. Hva som blir utfallet, vil ha store konsekvenser for hvilke rekonstruksjonsplaner som kan stadfestes ved gjennomtvingelse. Legges den snevre tolkningen til grunn, vil det være mulig å stadfeste planer der aksjonærene holdes uberørt, slik at den økonomiske byrden med å redde selskapet hovedsakelig faller på de usikrede kreditorene. Legges den brede tolkningen til grunn, vil slike planer kunne stadfestes bare dersom unntaksvilkårene er oppfylt, og det er nødvendig for rekonstruksjonen at aksjonærene får beholde rettighetene, noe som vil gi kreditorene et sterkere vern. I praksis fra svenske underretter har domstolene vært tro mot ordlyden og lagt den snevre forståelsen til grunn, se nærmere om avgjørelsene i punkt 4.3.2. Inntil EU-domstolen tar stilling til spørsmålet, vil tolkningen bero på nasjonale domstoler, og utfallet kan variere mellom medlemslandene.

3.3.6.2. Vaghet i unntaksbestemmelsen

Flere av medlemslandene har valgt å implementere en relaxed APR.[150] Som redegjort for i punkt 3.3.4, krever relaxed APR at unntak fra hovedregelen om absolutt prioritet må være formålstjenelig og forholdsmessig, kriterier som begge er svært skjønnsmessige. Den eneste veiledningen direktivet gir er at unntak kan være ønskelig der det «skønnes rimeligt, at

[148] Se punkt 3.3.4.
[149] Ehrenpil 2023 s. 353.
[150] Blant annet Nederland, Tyskland, Sverige, Spania og Frankrike, se Ellingsæter *EBOR* 2025 s. 29.

kapitalejere bevarer visse interesser i henhold til planen».[151] Direktivet er et minimumsdirektiv, og åpner for at medlemslandene utformer klarere kriterier, men gir lite veiledning om hvordan dette skal gjøres, noe som kan resultere i ulik praktisering på tvers av medlemslandene.

Spennet av utforminger som direktivet åpner for illustreres godt ved å sammenligne den tyske og den svenske gjennomføringen av unntaksbestemmelsen. Gjennomgangen er overfladisk og tar kun sikte på å illustrere hvor spesifikt, eller vagt, unntaksbestemmelsen kan utformes. De to landene er valgt fordi de representerer to ytterpunkter i utformingen av unntaksbestemmelsen.

Tyskland åpner for unntak fra APR i to alternative tilfeller.[152] For det første kan en aksjonær beholde eierandeler i selskapet der aksjonærens egenskaper tilsier at vedkommendes bidrag er nødvendig for å oppnå rekonstruksjonsoverskuddet.[153] Forarbeidene angir ytterligere presiseringer for hva som skal til for at vilkåret er oppfylt.[154] For det andre kan aksjonærene beholde eierandeler der endringen i kreditorens krav er ubetydelig. Lovteksten angir der kravets beløp ikke endres og forfallsdatoen ikke utsettes med mer enn 18 måneder som eksempel på der endringen av kreditorens krav vil være ubetydelig.[155] En slik utforming av unntaksbestemmelsen gir klare retningslinjer for vurderingen, snevrer inn rommet for skjønn og eliminerer mye av vagheten i direktivet.

Sverige har på sin side valgt å utforme unntaksbestemmelsen om mulig enda vagere enn direktivets ordlyd. Bestemmelsen tillater unntak fra APR der det finnes «synnerliga skäl», [156] som tilsvarer *særlige grunner* på norsk. I de svenske forarbeidene presiseres det at unntaket skal anvendes restriktivt og at en forutsetning for å gjøre unntak er at det er nødvendig og ikke urimelig overfor noen berørte parter, som er i tråd med ordlyden i direktivet.[157] Verken lovteksten eller forarbeidene gir noen veiledning til hvor grensen trekkes utover at det skal være en høy terskel for å gjøre unntak fra APR.[158] Det blir dermed opp til domstolene å utpensle vurderingsmomentene. Problemet med dette er at det foreløpig åpnes få

[151] Rekonstruksjonsdirektivets fortale punkt 56.
[152] Ellingsæter *EBOR* 2025 s. 23.
[153] Egen oversettelse fra engelsk, se § 28 (2) nr. 1 StaRUG for tysk ordlyd.
[154] Se Ellingsæter *EBOR* 2025 s. 23 for nærmere gjengivelse av forarbeidene.
[155] Egen oversettelse fra engelsk, se § 28 (2) nr. 2 StaRUG for tysk ordlyd.
[156] Frekl. 4 kap. 26 §.
[157] Prop. 2021/22: 215 s. 396.
[158] Ibid.

rekonstruksjoner for retten.[159] Det vil dermed ta tid før det foreligger praksis og i alle fall en enhetlig praksis. Inntil da vil det være lite forutberegnelig for partene i hvilke tilfeller det kan gjøres unntak fra APR.

Sammenligningen mellom tysk og svensk rett illustrerer det store spennet av unntaksregler som direktivet åpner for, og dermed også et varierende vern av kreditorenes prioritet overfor aksjonærene. For en potensiell kreditor er det ikke tilstrekkelig å kjenne til prioritetsregelen. Kreditoren må også sette seg inn i vernet som følger at den konkrete utformingen av unntaksbestemmelsen. Dette er ikke helt forenlig med et av de sentrale formålene med å harmonisere rekonstruksjonsreglene i EU, som var å minske forskjellene mellom medlemslandenes rekonstruksjonsprosedyrer og slik motvirke «meromkostninger for investorer i forbindelse med vurdering af risikoen» ved rekonstruksjoner i andre medlemsland.[160] En tysk investor som vurderer å investere i Sverige, vil for eksempel måtte bruke tid og ressurser på juridisk bistand for å forstå hvilken risiko som er knyttet til den svenske unntaksbestemmelsen.[161] Investoren vil derimot lettere kunne forutse risikoen knyttet til investeringer i medlemsland med APR (lav risiko) og RPR (høy risiko). Den vage utformingen av unntaksbestemmelsen svekker dermed harmoniseringsambisjonene som direktivet er bygget på.

[159] I Sverige i 2025 ble det åpnet 111 rekonstruksjoner, hvorav 54 % av rekonstruksjonene var vellykkede, jf. Kronofogden Årsredovisning 2025 s. 44–45.
[160] Se rekonstruksjonsdirektivets fortale punkt 7 og formålet om å harmonisere landenes regler for insolvensbehandling i fortalen punkt 1.
[161] Dette er et reelt poeng ettersom investorer har nevnt usikkerheter rundt insolvensprosedyrer og regler som en av hovedårsakene til at de avstår fra å investere i andre medlemsland, jf. fortalen punkt 7.

4. Utsyn til prioritetsregelen i andre land

4.1. Innledning

Kapittel 4 behandler den komparative delen av oppgavens andre delproblem: hvilke modeller finnes for prioritetsregelen og hvordan balanserer de kryssende hensyn. Kapittelet er et komparativt utsyn til hvordan USA, Sverige og Danmark har valgt å utforme prioritetsregelen og hvordan regelen samspiller med de øvrige rekonstruksjonsreglene i de aktuelle landene. Dette gir et innblikk i ulike måter de kryssende hensyn kan balanseres på, og belyser hvordan problemene som er knyttet til utformingen av prioritetsregelen kan løses. Utsynet vil videre tjene som et analytisk referansepunkt når jeg skal analysere hvilke muligheter som finnes etter de nye, norske rekonstruksjonsreglene i kapittel 5.

Av hensyn til oppgavens rammer vil utsynet primært rette seg mot de materielle prioritetsreglene – hvilket krav som stilles til behandlingen mellom kreditorene og aksjonærene. Jeg foretar derfor ikke en dyptgående analyse av reglene som gjelder klasseinndeling og avstemning. Reguleringen av disse spørsmålene har likevel en innvirkning på hvordan prioritetsregelen forstås og anvendes i praksis. Reguleringen av klasseinndeling og gjennomtvingelse vil derfor omtales for å sette prioritetsregelen i riktig kontekst, og gi et mer helhetlig bilde av minoritetsvernet i de aktuelle landene.

Reglene i USA behandles først fordi Chapter 11 anses som det ledende regelverket innen rekonstruksjon, og har inspirert Rekonstruksjonsdirektivet. Deretter behandles de svenske reglene, som ligger tett opp mot det amerikanske systemet, før jeg til slutt ser på de danske reglene, som har valgt en annerledes tilnærming.

4.2. USA

4.2.1. Kontekst

USA har siden innføringen av Chapter 11 i U.S Bankruptcy Code i 1979 hatt krav om klasseinndeling og regler for gjennomtvingelse.[162] Alle henvisninger til bestemmelser i punkt 4.2 er til U.S Bankruptcy Code, dersom ikke annet er presisert. Skyldneren utarbeider som regel rekonstruksjonsplanen, og etter § 1123 (a) skal planen «designate classes of claims ...

[162] Oppgaven avgrenser mot rekonstruksjonsbehandling etter Subchapter V, som er en forenklet prosess for mindre selskaper og ikke inneholder en prioritetsregel slik Chapter 11 gjør.

and interests» samt hvilke kreditorer som ikke berøres.[163] De uberørte partene plasseres i en egen klasse, som automatisk anses å ha akseptert planen, jf. § 1126 (f).

For at krav eller eierandeler skal kunne plasseres i samme klasse, må kravene eller eierandelene være «substantially similar», jf. § 1122 (a). Loven presiserer ikke likhetskravet nærmere, noe som gir skyldneren rom til å bestemme sammenligningsgrunnlaget. For å motvirke taktisk klasseinndeling – der skyldneren setter sammen klasser for å sikre flertall – prøver retten klasseinndelingen inngående, og gjennom rettspraksis har det utviklet seg visse retningslinjer for inndelingen.[164]

For sikrede krav vil hvert enkelt krav som hovedregel utgjøre en egen klasse.[165] Fortrinnsberettigede krav etter § 507 innfris som regel, ettersom de etter § 1129 (a)(9) har rett til full dekning ved dissens.[166] Klassesammensetningen har dermed størst betydning for usikrede kreditorer. Rettspraksis har her utviklet kriterier som blant annet begrenser skyldnerens mulighet til å manipulere klassene og avstemningen.[167] Der parter med lik konkursprioritet er delt i flere klasser, kan skyldneren tilby ulike løsninger til de respektive klassene. Slik forskjellsbehandling aksepteres likevel der den er saklig begrunnet uavhengig av fordringens egenskaper, for eksempel fordi visse kreditorer er driftskritiske.[168]

Ordinær vedtakelse av planen krever at samtlige klasser stemmer for planen, jf. § 1129 (a)(8). I en kreditorklasse må over halvparten av de stemmegivende kreditorene stemme for planen, og disse må representere minst to tredjedeler av det totale kravsbeløpet i klassen. Retten skal også ex officio kontrollere at en dissenterende kreditor ikke tilbys en dårligere dekning enn hva vedkommende ville ha mottatt ved en konkurs – konkurstesten.[169]

[163] Ordet «interests» er ikke legaldefinert, men viser til eierposisjoner i skyldnerselskapet – i motsetning til kreditorenes krav («claims»), jf. Norton 2026 § 109:5
[164] Norton 2026 § 109:4.
[165] Det gjøres unntak der flere kreditorer har likeverdige rettigheter i samme sikkerhetsobjekt, f.eks. ved syndikerte lån eller sikrede obligasjonslån, se Norton 2026 § 109:2, note 11 for henvisning til relevant rettspraksis.
[166] Norton 2026 § 109:3. Tilsvarer den typen krav som etter dekningsloven kapittel 9 også har fortrinnsrett.
[167] Norton 2026 § 109:3 for gjennomgang av kriteriene og rettspraksisen som har utviklet den.
[168] *In re Peabody Energy Corp*., 933 F.3d 918 (8th Cir. 2019) punkt A., der domstolen formulerte vilkåret for forskjellsbehandling slik «so long as the treatment is not for the claim but for distinct, legitimate rights or contributions from the favored group separate from the claim».
[169] Paragraf 1129 (a)(7). Se punkt 3.2.2 om konkurstesten.

4.2.2. Vilkår for gjennomtvingelse

4.2.2.1. Generelt

Dersom ikke alle klassene stemmer for planen, kan planen likevel stadfestes ved gjennomtvingelse dersom nærmere vilkår er oppfylt. En slik gjennomtvingelse er imidlertid ikke vanlig i praksis. Reglene for gjennomtvingelse fungerer primært som et pressmiddel for å motivere partene til å oppnå enighet om en rekonstruksjonsplan.[170] Denne dynamikken omtales som «bargaining in the shadow of the law»: partene forhandler frem en frivillig løsning nettopp fordi de vet hva alternativet vil innebære dersom forhandlingene ikke lykkes og retten tvinges til å stadfeste planen.[171] Gjennomtvingelse er ugunstig for samtlige involverte parter: kreditorene må akseptere endringer av sine krav uten samtykke, mens aksjonærene typisk mister eierandelene sine fullt ut.[172]

For at en plan skal kunne stadfestes ved gjennomtvingelse, er det hovedsakelig to vilkår som må være oppfylt. For det første må minst én klasse som er berørt av planen («impaired under the plan») ha stemt for planen, jf. § 1129 (a)(10).[173] Vilkåret gir én klasse makten til å tvinge gjennom planen overfor alle de andre klassene. Dette forklarer hvorfor det vil være særlig problematisk dersom skyldneren kan manipulere klasseinndelingen, se punkt 4.2.1.

For det andre må planen ikke «discriminate unfairly», og den må være «fair and equitable» overfor klassene som ikke har stemt for planen, jf. § 1129 (b)(1). Vilkårene oppstiller et minoritetsvern for den dissenterende klassen. Klassen kan ikke påtvinges en plan som diskriminerer den urettferdig eller ikke er rettferdig og rimelig overfor den – uavhengig av utfallet i de øvrige klassene. Forbudet mot urettferdig diskriminering skal motvirke usaklig forskjellsbehandling og bygger på prinsippet om at klasser med lik prioritet skal behandles likt, se punkt 4.2.1.[174]

Hva som ligger i kravet om at planen må være «fair and equitable», varierer avhengig av hvilken konkursprioritet den dissenterende klassen har. Paragraf 1129 (b)(2) oppstiller en

[170] Norton 2026 § 113:1.
[171] Se Mnookin/Kornhauser, *Yale Law Journal*, 1979, s. 950–997, for teorien bak forhandlingsdynamikken. Begrepet er senere blitt et utbredt begrep for å beskrive situasjoner der partene kan komme bedre ut av å bli enige om en avtale, fremfor å gå til retten.
[172] Norton 2026 § 113:1.
[173] Klassen kan imidlertid ikke være å anse som «insider». Innholdet i insider-begrepet er noe uklart, men kan minne om nærstående-begrepet i norsk konkursrett. Se Norton 2026 §113:7 for nærmere behandling av insider-begrepet.
[174] Se Norton 2026 § 113:3, for nærmere beskrivelse av vilkårene for ulik behandling av klasser med samme prioritet.

ikke-uttømmende liste med presumsjoner for når planen anses å oppfylle «fair and equitable»-kravet overfor henholdsvis sikrede kreditorer, usikrede kreditorer og aksjonærer, til tross for at klassen har stemt mot planen.[175] Innholdet i «fair and equitable»-kravet for sikrede og usikrede kreditorer er ulikt og behandles derfor separat nedenfor.

4.2.2.2. Vilkår for gjennomtvingelse av sikrede kreditorer

For sikrede kreditorer presumeres en plan å være rettferdig og rimelig dersom ett av tre alternative vilkår er oppfylt. Det første alternativet er oppfylt der kreditoren beholder panteretten og mottar full betaling i «cash payments», jf. § 1129 (b)(2)(A)(i). Vilkåret er ikke til hinder for at kreditoren må tåle en betalingsutsettelse («deferred cash payments»), det avgjørende er at nåverdien av det kreditoren mottar, ikke er lavere enn kravets opprinnelige verdi.[176]

Det andre alternativet kommer til anvendelse der planen innebærer salg av panteobjektet. Kreditoren må da oppnå dekning gjennom salgsprovenyet, jf. § 1129 (b)(2)(A)(ii). Dersom panteobjektet ser ut til å bli solgt til underpris sammenlignet med kravets verdi, har kreditoren adgang til å overta eiendelen mot at kravet mot skyldneren slettes – såkalt credit bidding, slik at kreditoren kan unngå tap ved at pantet selges til underpris.[177]

Det tredje og strengeste alternativet krever at planen gir kreditoren dekning for «the indubitable equivalent» av kravet sitt, jf. § 1129 (b)(2)(A)(iii). Kreditoren må motta et oppgjør som *utvilsomt* svarer til verdien av panteobjektet eller kravet.[178] Kravet oppfylles typisk ved at kreditoren overtar panteobjektet, eller får full dekning.

Samlet gir de tre alternativene sikrede kreditorer et sterkt vern og forutberegneligheten for sikrede kreditorer er godt ivaretatt. Regelen begrenser imidlertid fleksibiliteten i fordelingen av rekonstruksjonsverdien.

4.2.2.3. Vilkår for gjennomtvingelse av usikrede kreditorer

Gjennomtvingelse overfor usikrede kreditorer forutsetter at ett av to alternative vilkår er oppfylt. Enten må kreditorene motta full dekning for sine krav, eller må ingen lavere

[175] Norton 2026 § 113:4 siste avsnitt om at presumsjonene ikke er uttømmende og at en kreditor kan argumentere for at planen er «unfair» selv om presumsjonen er oppfylt.
[176] Ibid. Eventuelt må nåverdien av oppgjøret tilsvare panteobjektets verdi dersom kreditoren ikke har full sikkerhet for kravet sitt. En betalingsutsettelse må da kompenseres med tilsvarende renteøkning.
[177] Ibid § 113:19.
[178] Ibid § 113:20. Avhenger av om sikkheten dekker kravet fullt ut eller ikke.

prioriterte parter få beholde sine krav eller rettigheter – vilkåret om absolutt prioritet. I det følgende behandles de to alternativene hver for seg, etterfulgt av en gjennomgang av det domstolsskapte «new value»-unntaket fra APR.

Det første alternativet er oppfylt dersom den dissenterende klassen mottar eller beholder «property» med en verdi som tilsvarer det fulle kravet, jf. § 1129 (b)(2)(B)(i). Vilkåret «property» tolkes vidt og omfatter både fysiske og immaterielle formuesgoder, fast eiendom, samt verdipapirer.[179] En konvertering av gjeld til egenkapital – der kreditorene mottar aksjer – vil dermed oppfylle vilkåret, forutsatt at aksjeverdien tilsvarer den usikrede kreditorens krav mot skyldneren. Alternativet ligner på vilkåret for sikrede kreditorer, nevnt ovenfor, men i motsetning til en sikret kreditor som skal motta oppgjør i «cash payments», skal en usikret kreditor motta «property». Skyldneren har dermed større fleksibilitet ved valg av oppgjørsmåte for usikrede kreditorene.

Det andre alternativet er overholdelse av APR.[180] Dersom den dissenterende klassen ikke oppnår full dekning, kan planen likevel stadfestes såfremt «the holder of any claim or interest that is junior to the claims of such class will not receive or retain under the plan», jf. § 1129 (b)(2)(B)(ii). I praksis innebærer dette at aksjonærene ikke kan beholde noen rettigheter der den dissenterende klassen ikke oppnår full dekning for sine krav. Hele rekonstruksjonsoverskuddet tilfaller da kreditorene, og de tidligere aksjonærene får ingen del i det rekonstruerte selskapet.

Som følge av APRs strenge behandling av aksjonærene har det gjennom rettspraksis utviklet seg et unntak fra APR, omtalt som «new value exception».[181] Unntaket åpner for at aksjonærene kan beholde sine rettigheter, selv om de usikrede kreditorene ikke får full dekning, mot at aksjonærene tilfører selskapet ny kapital tilsvarende eierposisjonen de får beholde.

Unntaket kan illustreres slik: Rekonstruksjonsplanen til Lillevik Tech AS innebærer at de sikrede kreditorene tilbys full dekning (80 millioner), mens de usikrede kreditorene tilbys 50 millioner (62,5 % av hovedstolen).[182] Dersom de usikrede kreditorene stemmer mot planen,

[179] Norton 2026 § 113:22, med videre henvisninger til uttalelser fra Kongressen i note 1.
[180] Se punkt 3.3.2 for gjennomgang av APR.
[181] Norton 2026 § 115:25.
[182] I eksempelet har Lillevik Tech en rekonstruksjonsverdi på 150 millioner, sikrede og usikrede kreditorer har krav på 80 millioner hver. Likvidasjonsverdien er 100 millioner, slik at samlet dividende til de usikrede kreditorene ville vært 20 millioner, se gjennomgangen av eksempelet i punkt 3.3.1.

setter APR en skranke for hvilke nye planer som kan stadfestes: aksjonærene kan ikke beholde eierandeler med mindre de usikrede kreditorene tilbys full dekning. Under new value-unntaket kan aksjonærene imidlertid beholde eierandeler mot å tilføre ny kapital til selskapet, selv om de usikrede kreditorene ikke oppnår full dekning. De usikrede kreditorene vil uansett tilbys et bedre oppgjør enn ved en konkurs ved at de i eksempelet mottar 50 millioner fremfor 20 millioner, som ville vært alternativet i konkurs.

New value-unntaket er domstolsskapt, og bygger på fem vilkår utviklet i rettspraksis. For at en plan skal kunne stadfestes på dette grunnlaget må aksjonærenes kapitalinnskudd være (1) new, (2) substantial, (3) money or money's worth, (4) necessary for a successful reorganization og (5) reasonably equivalent to the property that old equity is retaining or receiving.[183] Vilkårene er kumulative og behandles i det følgende.

(1) At bidraget må være *new* innebærer at innskuddet må tilføye ny reell verdi til selskapet; kapitalen kan ikke komme fra skyldnerens egen virksomhet eller aktiva.[184]
(2) Bidraget må også være *substantial*, det vi si stort nok til å kunne rettferdiggjøre at aksjonærene gis adgang til å kjøpe aksjene uten at APR er overholdt. Vesentligheten vurderes konkret opp mot de samlede kravene mot skyldneren, utbetalingene til kreditorene og verdien av eierandelene aksjonærene mottar.[185]
(3) Vilkåret *money or money's worth* innebærer at bidraget må være omsettelig i penger, slik at for eksempel fremtidig manuelt arbeid ikke kan brukes som innskudd.[186]
(4) At bidraget må være *necessary,* innebærer at de eksisterende aksjonærenes spesifikke bidrag er nødvendig, og ikke kan erstattes av ekstern finansiering.[187]
(5) Avslutningsvis må aksjonærens bidrag være *reasonably equivalent* til verdien av eiendelene de beholder. I rettspraksis er dette presisert til et krav om at fastsettelsen av aksjonærenes bidrag må skje gjennom en markedstest der andre interessenter gis reell mulighet til å by på de samme aksjene.[188] Testen forhindrer at aksjonærene får kjøpe seg inn igjen til underpris, slik at selskapet ikke går glipp av kapital.

[183] Norton 2026 § 113:25, med videre henvisning til dommer.
[184] *In re Eletson Holdings Inc*., 664 B.R. 569, 621 (Bankr. S.D. N.Y. 2024), der et bidrag ble nektet fordi skyldneren eide 100 % av aksjene i enheten som skulle bidra med midlene.
[185] *In re Snyder*, 99 B.R.885 (Bankr. C.D. Ill. 1989), og Norton 2026 § 113:26 for beskrivelse av dommen.
[186] I *Norwest Bank Worthington v. Ahlers*, 485 U.S. 197 (1988) ble et krav avvist fordi aksjonæren ønsket å gjøre opp bidraget i manuelt arbeid. Se nærmere om vilkåret i Norton 2026 § 113:26.
[187] *In re Mortgage Inv. Co. of El Paso, Tex.*, 111 B.R. 604 (W.D. Tex. 1990).
[188] *Bank of America, N.A. v. 203 North LaSalle Street Partnership*, 526 U.S. 434 (1999).

New value-unntaket kan forstås som et strengt kompromiss mellom kreditorenes rett til dekning og hensynet til en vellykket videre drift. De kumulative vilkårene er strenge, og sikrer at aksjonærenes fortsatte deltakelse er klart nødvendig for en vellykket rekonstruksjon. Vilkårene sikrer videre at aksjonærene ikke gis en uberettiget fordel: bidraget må tilsvare verdien av eierandelene de beholder, slik at kreditorene ikke får en dårligere dekning enn om aksjonærene ble nullet.

Selv om Chapter 11 gir stor fleksibilitet i valg av løsninger, klassesammensetning og hvilke kreditorer som berøres, er det lite fleksibilitet i hvordan tapet fordeles. Reglene om avstemning og fordeling er rigide, og fungerer i praksis primært som et bakteppe for forhandlinger, der partene søker å oppnå en frivillig løsning nettopp fordi de kjenner til konsekvensene av det motsatte. New value-unntaket viser at selv ikke den opprinnelige og strengeste versjonen av APR er absolutt, men at adgangen til å fravike den er betinget av etterprøvbare vilkår, og at unntaket ikke skjer på bekostning av kreditorenes andel av rekonstruksjonsoverskuddet.

4.3. Sverige

4.3.1. Kontekst

Rekonstruksjon av selskaper er i Sverige regulert i Lag om företagsrekonstruktion, som trådte i kraft 1. august 2022. Alle henvisninger til lovbestemmelser i punkt 4.3 er til denne loven dersom ikke annet er presisert. Loven innførte for første gang regler om klasseinndeling og klassebasert avstemning, i tråd med Rekonstruksjonsdirektivet.

Skyldneren utarbeider rekonstruksjonsplanen og deler «de berörda parterna» inn i én eller flere «grupper», jf. 4 kap. 5 §. Som utgangspunkt kan enhver kreditor med krav som har oppstått før åpningen av rekonstruksjonsforhandlingene berøres av planen, jf. 4 kap. 3 §.[189] Det stilles dermed ingen begrensninger på hvilke krav som kan påvirkes, som gir skyldneren stor frihet ved valget av berørte parter. Aksjonærene anses derimot bare berørt der planen direkte påvirker eierandelene deres, for eksempel gjennom en gjeldskonvertering.[190] Friheten åpner for særlig skreddersydde rekonstruksjonsplaner, og understreker viktigheten av fleksibilitet i de svenske rekonstruksjonsreglene.

[189] Unntak for krav som er sikret i finansielle instrument, valuta o.l etter lag om handel med finansiella instrument, jf. frekl. 3 kap. 11 §.
[190] 4 kap. 3 §.

De berørte partene *skal* deles inn i klasser basert på hvilken prioritet de har i konkurs, jf. 4 kap. 5 §.[191] Utover denne minimumsinndelingen kan skyldneren dele klasser med lik konkursprioritet inn i ytterligere klasser dersom det er «motiverat utifrån att de har likvärdiga intressen», jf. 4 kap. 5 § tredje ledd. Hva som anses som like interesser vil etter forarbeidene variere ut ifra omstendighetene og skyldneren har derfor frihet til å angi kriteriene for den videre klasseinndelingen.[192] Selv om klasseinndeling er obligatorisk kan skyldneren velge å holde visse parter uberørt slik at rekonstruksjonen kan gjennomføres med få eller bare én klasse.[193] Uberørte parter skal, i motsetning til reglene i Chapter 11, ikke deles inn i klasser. Som det vil fremgå av drøftelsen i neste punkt, har dette systemvalget direkte betydning for prioritetsregelens rekkevidde i praksis.

Rekonstruksjonsplanen skal inneholde en begrunnelse for ytterligere klasseinndeling og for hvilke parter som holdes uberørt, jf. 4 kap. 7 § nr. 5 og 6. Retten skal ex officio prøve gruppeinndelingen, inkludert begrunnelsen for å holde visse parter uberørt, jf. 4 kap. 17 §. Loven angir ingen nærmere kriterier for prøvingen, men partene kan komme med innvendinger og retten skal da prøve gruppeinndelingen opp mot innvendingene.

Hovedregelen for stadfestelse er at samtlige klasser stemmer for planen, jf. 4 kap. 20 §. En klasse anses å ha stemt for dersom to tredjedeler av de deltakende partene, som representerer minst to tredjedeler av klassens samlede krav/rettigheter stemmer for planen, jf. 4 kap. 20 §. Et kvalifisert flertallskrav styrker kreditorenes individuelle forhandlingsmakt, og bidrar til at planene som tvinges gjennom i større grad kan antas å være rimelige sammenlignet med der det kreves simpelt flertall. Dissenterende kreditorer er i tillegg beskyttet mot å tilbys en dekning som er dårligere enn hva de ville fått i en konkurssituasjon, jf. 4 kap. 24 §.[194] Til sammen gir vedtakelseskravet og konkurstesten et relativt sterkt individuelt kreditorvern. Spørsmålet er om vernet opprettholdes ved gjennomtvingelse, og hvilke begrensninger prioritetsregelen legger på fordelingen.

[191] Bestemmelsen oppstiller fem klasser ut ifra konkursprioritet, med unntak for uprioriterte offentligrettslige krav som alltid skal utgjøre en egen klasse, selv om de har lik konkursprioritet som øvrige uprioriterte krav, jf. nr. 3.
[192] Prop. 2021/22:215 s. 379. Det fremheves imidlertid at det ikke er tillatt å basere klasseinndelingen på hvilke parter som er positive til planen og ikke.
[193] Ibid.
[194] Se om konkurstesten i punkt 3.2.2.

4.3.2. Vilkår for gjennomtvingelse

De svenske reglene åpner for klasseoverskridende gjennomtvingelse der ikke alle klasser har stemt for planen. Vilkårene for stadfestelse er at flere enn halvparten av klassene har stemt for, og at minst én av disse klassene består av sikrede fordringshavere og at minst to av klassene omfatter kreditorer som kan forvente å få betalt ved en konkurs, jf. 4 kap. 25 §.

Sammenlignet med Chapter 11, der det er tilstrekkelig at én klasse samtykker, gir flertallskravet et sterkere vern mot gjennomtvingelse. At det kreves flertall blant klassene er også en indikasjon på at planen til en viss grad er rimelig, sammenlignet med et system der én enkelt samtykkende klasse er tilstrekkelig. Flertallskravet gir dermed uttrykk for at de svenske reglene tilrettelegger for mer balanserte planer, sammenlignet med Chapter 11 som har en lavere grad av kreditorvern for å stimulere til utenrettslige forhandlinger.

Når det gjelder prioritetsregelen har Sverige, som nevnt i punkt 3.3.6.2, valgt en relaxed APR. Nærmere bestemt er kravet at «den eller de grupper av berörda parter» som har stemt mot planen må dekkes fullt ut dersom en «grupp som ... har lägre prioritet ska få någon betalning eller behålla någon rättighet enligt planen», jf. 4 kap. 25 §. Utgangspunktet er dermed tilsynelatende at kreditorene skal dekkes fullt ut før aksjonærene kan beholde eierandelene.

Det kan gjøres unntak fra regelen dersom «det finns synnerliga skäl». I forarbeidene presiseres det at en forutsetning for at unntaket skal komme til anvendelse er at planen ikke er urimelig overfor noen berørte parter, og at unntaket er nødvendig for å oppnå målene med rekonstruksjonsplanen.[195] Som fremhevet i punkt 3.3.6.2, er dette skjønnsmessige kriterier som gir lite konkret veiledning for hvilke situasjoner som typisk vil åpne for unntak.

Forarbeidene angir likevel at det skal være en høy terskel for unntak og at det kun bør anvendes i enkeltstående saker der den *eneste* muligheten for å gjennomføre rekonstruksjonen er at aksjonærene beholder visse rettigheter.[196] Videre fremhever forarbeidene at avvik fra likebehandling mellom kreditorgrupper med samme prioritet neppe bør komme på tale.[197] Ut fra dette kan det sluttes at unntaksregelen hovedsakelig skal brukes der aksjonærenes fortsatte deltakelse er en forutsetning for en vellykket rekonstruksjon. Unntaket synes dermed å gi

[195] Prop. 2021/22:215 s. 398.
[196] Ibid.
[197] Ibid.

kreditorene et sterkt vern mot å tvinges med på løsninger der aksjonærene får beholde verdier på kreditorenes bekostning.

Tolkningsproblemet som ble drøftet i punkt 3.3.6.1 gjør seg imidlertid også gjeldende for de svenske reglene. Som nevnt er dette et spørsmål om ordet «klasse», eller «grupp», som det heter på svensk, kun omfatter kreditorer og aksjonærer som planen berører, og dermed utgjør en klasse, eller også omfatter uberørte kreditorer og aksjonærer med lavere konkursprioritet. Som påpekt i punkt 3.3.6.1 vil det tolkningsalternativet som legges til grunn avgjøre om aksjonærer som holdes uberørt av planen kan beholde eierandelene sine ved gjennomtvingelse uten at prioritetsregelen kommer til anvendelse.

Tolkningsspørsmålet er dels skapt av det svenske systemvalget om å ikke plassere uberørte parter i klasser. Hadde man fulgt Chapter 11-systemet, der også uberørte parter plasseres i egne klasser, ville de uberørte aksjonærene alltid vært en «klasse» i relasjon til prioritetsregelen, og spørsmålet ville ikke oppstått på samme måte. Dette illustrerer et generelt poeng: prosessuelle systemvalg om klasseinndeling kan få direkte materielle konsekvenser for prioritetsregelens rekkevidde. Prioritetsregelen og hvilket vern den gir dissenterende klasser må derfor ses i sammenheng med øvrige regler.

Et argument mot en snever tolkning av «grupp» er eksistensen av unntaksregelen.[198] Dersom det er mulig å omgå regelen ved å holde aksjonærene uberørt uten videre, er det vanskelig å se behovet for en unntaksregel. I likhet med fortalen til EU-direktivet, fremheves det i de svenske forarbeidene at unntaket skal «göra det möjligt att låta en företagsägare behålla hela eller delar av sitt ägande trots att en grupp med högre prioritet inte har fått fullt betalt».[199] Dersom lovgiver tenkte at hele prioritetsregelen uten videre kunne omgås ved å holde aksjonærene uberørt, er det vanskelig å forene dette med at forarbeidene forutsetter at det er unntaksregelen som skal legge til rette for at aksjonærene beholder «hela ... av sitt ägande».

Tolkningsspørsmålet har vært oppe for tingretten og lagmannsretten (hovrätten) i Sverige, der lagmannsretten tilsluttet seg tingrettens vurdering.[200] Saken gjaldt rekonstruksjonen av en sportsforretning der Skatteverket anførte at rekonstruksjonsplanen ikke kunne stadfestes fordi

[198] Se punkt 3.3.6.1.
[199] Prop. 2021/22:215 s. 398.
[200] Hovrätten for Västra Sverige, mål nr Ä 1828-24.

aksjonærene fikk beholde rettighetene sine fullt ut, i strid med vilkåret om absolutt prioritet i 4 kap. 25 §. Tingretten la den snevre forståelsen til grunn, og uttalte at:

«[d]et är uppenbart att 4 kap. 25 § träffar grupper av berörda parter som haft rätt att rösta om antagande av rekonstruktionsplanen ... Det finns inte något stöd i lagtextens utformning, i Europaparlamentet och rådets direktiv (EU) 2019/1023, eller i förarbetena (prop. 2021/22:215), för att 'en grupp'i just detta sammanhang ska avse något annat än de grupper av berörda parter som avses i första ledet i 4 kap. 25 § 4 p. Att det i amerikansk rätt finns uttryckliga bestämmelser med en annan innebörd saknar helt betydelse i detta sammanhang».[201]

I samme avgjørelse tok tingretten også stilling til unntaksregelens betydning for tolkningsspørsmålet og uttalte at «[i]nte heller undantaget från principen om absolut prioritet vid synnerliga skäl (se 4 kap. 26 §) talar mot den tolkning som tingsrätten gör av begreppet 'en grupp'».[202] Tingretten begrunner imidlertid ikke nærmere hvorfor eksistensen av unntaksbestemmelsen, som etter sin ordlyd skal håndtere slike situasjoner, ikke taler mot den snevre forståelsen. Det er derfor heller ikke mulig å vurdere hvilke avveininger som ligger til grunn for konklusjonen.

Högsta domstolen nektet ankebehandling.[203] Den snevre forståelsen av «grupp» ble også lagt til grunn i Stockholms tingrätts beslutning i mål nr Ä 16633-24. Avgjørelsen ble opprettholdt av hovrätten, blant annet med henvisning til den ovennevnte dommen og Högsta domstolens valg om å ikke slippe inn saken.[204]

Praksisen i Sverige synes dermed å være at aksjonærene kan beholde eierandelene sine fullt ut, uten at det må gjennom unntaksregelens vilkår, ved at de holdes uberørt av planen. Kreditorvernet er i teorien ivaretatt gjennom rettens ex officio prøving av valget av uberørte parter, jf. 4 kap. 17 §. Der retten først har godkjent at aksjonærene skal holdes uberørt, kan det fremstå tungvint om man likevel må gjennom unntaksbestemmelsen. Problemet er likevel at det ikke er gitt noen kriterier for prøvingen og det ikke er etablert en klar terskel for når det er berettiget å holde aksjonærene uberørt. Uten slike kriterier beror avgjørelsen på rettens

[201] Göteborgs tingsrätt, mål nr Ä 12844-23 s. 5.
[202] Ibid s. 6.
[203] Högsta domstolen, mål nr Ä 2081-24.
[204] Svea hovrätt, mål nr Ä 8204-25.

skjønn, noe som kan gi en uklar og inkonsistent praksis. Når terskelen for unntak fra APR i tillegg er høy, gir det klare insentiver til omgåelse: det er enklere å holde aksjonærene uberørt enn å la dem beholde deler av eierandelene gjennom et snevert unntak.

Til tross for denne kritikken er det klart at APR i en absolutt og unntaksfri form er en rigid regel og at det er ønskelig å tilrettelegge for at aksjonærene kan få beholde visse eierandeler i en rekonstruksjon. Det svenske systemet er likevel utformet med en grunnleggende usikkerhet på dette punktet: lovgiver har valgt relaxed APR og høy terskel for unntak for å sikre at aksjonærene bare beholder eierandeler der dette er til kreditorfellesskapets beste, men systemvalget om å la aksjonærene være uberørte, uten klare regler for overprøving, gjør det enkelt å omgå prioritetsregelen. Systemet gir dermed en stor grad av fleksibilitet for skyldneren som går på bekostning av forutberegneligheten for kreditorene.

En løsning som vil ivareta kreditorenes rettigheter bedre er å la prioritetsregelen gjelde også uberørte parter, men senke terskelen for unntak og heller angi klare kriterier for når aksjonærene skal få beholde hele eller deler av eierrettighetene sine.[205] Sammenlignet med det skjønnsmessige vilkåret om «synnerliga skäl», gir new value-unntaket i Chapter 11 et eksempel på at det er mulig å utforme mer konkrete vilkår for når aksjonærene kan ta del i det rekonstruerte selskapet, selv der kreditorene ikke oppnår full dekning. Klarere kriterier ville gi bedre forutberegnelighet, redusere insentivene til strategisk omgåelse og sikre at unntak forbeholdes tilfeller der aksjonærenes deltakelse faktisk er nødvendig – og ikke som et resultat av at skyldneren strategisk holder dem uberørt av planen.

4.4. Danmark

4.4.1. Kontekst

Danmark har valgt en minimumsgjennomføring av Rekonstruksjonsdirektivet. Fremfor å reformere de eksisterende rekonstruksjonsreglene vedtok lovgiver et nytt avsnitt 1A om forebyggende rekonstruksjon i konkursloven (DK), mens de eksisterende reglene ble videreført med enkelte tilpasninger i avsnitt 1B.[206] Alle henvisninger til lovbestemmelser i punkt 4.4 er til konkursloven (DK) dersom ikke annet er presisert.

[205] Se Göthlin 2025 s. 95–96 som argumenterer for at terskelen i unntaksbestemmelsen bør senkes og at vilkårene bør utformes mer i tråd med den tyske tilnærmingen. Da vil det ikke bli like aktuelt å omgå regelen ved å la aksjonærene være uberørte.
[206] Langkjær *HERO* 2022, punkt 2.

Tosporsmodellen skiller mellom rekonstruksjon der skyldneren er insolvent, som er åpningsvilkåret etter avsnitt 1B, og der skyldneren har sannsynlighet for å bli insolvent, som er åpningsvilkåret etter avsnitt 1A.[207] Forskjellene mellom prosedyrene består hovedsakelig i at det etter 1A ikke inntrer et automatisk forbud mot enkeltforfølgning og at det ikke automatisk oppnevnes en rekonstruktør.[208] Begge prosessene åpner for tvangsakkord, og reglene for planens innhold, avstemning og gjennomtvingelse er like i begge sporene og behandles følgelig samlet.[209]

De danske reglene for tvangsakkord er gjennomgående mer restriktive enn de amerikanske og svenske reglene, som kommer til uttrykk på tre sentrale punkter. For det første kan en tvangsakkord bare omfatte én fordringsgruppe. Skyldneren må velge mellom å påvirke enten alminnelige konkursfordringer og visse strafferettslige sanksjoner, ansvarlig lånekapital,[210] eller krav på konvensjonalbot, jf. § 10a stk. 3. Det er ikke mulig å gripe inn overfor pantesikrede fordringer i den utstrekning sikkerheten dekker fordringen. Den usikrede delen av en pantesikret fordring regnes som en alminnelig konkursfordring og kan berøres av planen dersom tvangsakkorden gjelder denne gruppen.

Konsekvensen av at tvangsakkorden bare kan omfatte én fordringsgruppe er at høyere prioriterte krav må dekkes fullt ut, og lavere prioriterte krav faller bort, jf. § 10a stk. 5, nr. 4. En regel om absolutt prioritet følger dermed indirekte av systemets struktur: fordringene som har høyere prioritet enn gruppen som omfattes må dekkes fullt ut, og fordringene som har lavere prioritet bortfaller. Mens USA og Sverige har mer kompliserte klasseregler og en eksplisitt prioritetsregel, minner den danske reguleringen mer om løsningen etter den norske rekonstruksjonsloven.[211] Behovet for en eksplisitt prioritetsregel oppstår først der de berørte partene ikke lenger har sammenlignbare interesser, se punkt 3.2.1. Når tvangsakkorden bare kan berøre én fordringsgruppe er et utvidet minoritetsvern ved gjennomtvingelse ikke nødvendig. Begrensningen til én fordringsgruppe innebærer imidlertid også at den danske tvangsakkorden ikke kan brukes til å gjennomføre en større endring av kapitalstrukturen i en

[207] Henholdsvis §§ 9a og 11.
[208] Rammeskow mfl. 2023 s. 72.
[209] Paragraf 9f som viser til at §§ 10–10c og 13b–13f gjelder tilsvarende.
[210] Lån og fordringer som etter avtalen skal dekkes etter andre krav ved konkursbehandling.
[211] Se punkt 2.3.1.

og samme plan – i motsetning til Chapter 11 og de svenske reglene, der planen kan berøre flere grupper av fordringshavere og aksjonærer.

For det andre gjelder det begrensninger med hensyn til hvilke inngrep en tvangsakkord kan innebære. En tvangsakkord kan bare innebære en prosentvis reduksjon, bortfall av krav, eller betalingsutsettelse, jf. § 10a stk. 1. En gjeldskonvertering er dermed i utgangspunktet ikke tillatt. Der skyldneren er insolvent og konkursbehandling ikke vil gi dekning til samtlige fordringshavere, kan tvangsakkorden imidlertid betinges av at eksisterende aksjer slettes, og at det utstedes nye aksjer, jf. § 10a stk. 8. En slik nulling av aksjonærene er derimot ikke mulig under en forebyggende rekonstruksjon, ettersom skyldneren da ikke er insolvent. Begrunnelsen for at det er mulig når skyldneren er insolvent er at aksjene anses å ikke ha residualverdi, og det derfor er rimelig at aksjonærene nulles.[212]

Tvangsakkorden skal angi hvem som skal tegne de nye aksjene, jf. § 10a stk. 8. Loven oppstiller ingen begrensninger på hvem som kan tegne – tidligere aksjonærer kan dermed også delta, forutsatt at dette fremgår av akkordforslaget.[213] Aksjeinnskuddet må imidlertid betales kontant, slik at en gjeldskonvertering der en fordring *direkte* motregnes mot aksjetegningen ikke er mulig.[214]

Den praktiske konsekvensen er at en gjeldskonvertering krever to steg: først «at en bestemt gruppe fordringshaveres krav nedskrives til 0 kr.», og deretter at fordringshaverne «til gengæld tegner den nye selkabskapital, der kan fastsættes til selskabslovens minimum».[215] En direkte gjeldskonvertering er dermed ikke tillatt. Løsningen er mer omstendelig enn tilsvarende løsninger etter amerikansk og svensk rett, der en kreditor fritt kan motta aksjer som oppgjør for kravet sitt.

For det tredje skiller også reglene for klasseinndeling seg fra de amerikanske og svenske reglene. Klasseinndeling er kun obligatorisk dersom skyldneren *ikke* er en SMB, eller skyldneren selv begjærer inndeling i klasser.[216] Bakgrunnen for denne regelen er at det danske konkursrådet uttrykte stor skepsis til reglene om klasseinndeling og mente de var unødvendig

[212] Bet. 2022: 1529 s. 126.
[213] Ibid s. 127.
[214] Ibid.
[215] Ibid.
[216] Paragraf 13d stk 7. På dansk omtalt som SMV, som defineres etter direktiv (EU) 2013/34, jf. § 2a. SMB og SMV er dermed sammenfallende definisjoner.

kompliserte og ville være kostnadsdrivende.[217] Ettersom direktivet ikke åpner for å unnta større virksomheter fra klasseinndeling, ble det likevel innført slike regler for andre virksomheter enn SMB.

Der skyldneren har begjært klasseinndeling kan den berørte kreditorgruppen deles inn i ulike klasser basert på sammenfallende interesser, jf. § 13c stk. 5. Ettersom akkorden kun kan berøre én fordringsgruppe, er det altså snakk om å dele fordringer med lik konkursprioritet i ytterligere klasser. Som hovedregel er det bare de stemmeberettigede fordringene som skal deles i klasser, jf. § 13c stk. 5. Panthavere vil i utgangspunktet ikke ha stemmerett ettersom pantesikrede krav ikke kan berøres av en tvangsakkord. Rekonstruksjonsdirektivet krever imidlertid at de likevel utgjør en egen klasse og gis stemmerett.[218] Dersom pantet ikke dekker kravet skal den usikrede delen av kravet plasseres i gruppen med alminnelige konkursfordringer.

4.4.2. Vilkår for gjennomtvingelse

Der skyldneren er en SMB og ikke har begjært klasseinndeling, stemmer samtlige berørte kreditorer samlet.[219] Gjennomtvingelse forutsetter at kreditorer som representerer mer enn halvparten av de stemmegivende kravene, beregnet etter kravsstørrelse, stemmer for planen, jf. § 13d stk. 1 og 2. Det er kun berørte kreditorer som har stemmerett. Selv om aksjonærene påvirkes av planen, ved at den betinges av at aksjonærene nulles, får de ikke stemmerett. Fraværet av stemmerett er konsistent med at nullingen kun kan skje der egenkapitalen uansett er tapt, og det derfor ikke vil være rimelig at aksjonærene får innflytelse over planen.

Der skyldneren ikke er en SMB eller har begjært klasseinndeling stemmes det separat i hver klasse. Innad i klassen gjelder samme flertallskrav som for ordinær vedtakelse: kreditorer som representerer mer enn halvparten av de stemmegivende kravene i klassen, beregnet etter kravsstørrelse, må stemme for planen.[220] Der ikke alle klassene har stemt for planen, kan planen likevel stadfestes ved gjennomtvingelse dersom et flertall av klassene har stemt for, jf. § 13d stk. 6.

[217] Bet. 2022: 1529 s. 137
[218] Ibid s. 138–139.
[219] Liknende systemet etter den midlertidige rekonstruksjonsloven, se punkt 2.3.1.
[220] Rammeskow mfl. 2023 s. 528.

Selv om gjennomtvingelse ikke er betinget av overholdelse av en eksplisitt prioritetsregel, se punkt 4.4.1, nyter de berørte kreditorene et visst vern gjennom to mekanismer. Likebehandlingskravet i § 10c innebærer at kreditorer i ulike klasser ikke kan tilbys ulike løsninger uten samtykke fra klassen som negativt forskjellsbehandles. Konkurstesten sikrer at ingen kreditor tilbys en dårligere dekning enn vedkommende ville fått ved konkurs, jf. § 13e stk. 6. Retten skal prøve vilkårene ex officio ved stadfestelsen.

Som nevnt innebærer begrensningene i tvangsakkordens rekkevidde en implisitt regel om absolutt prioritet: høyere prioriterte fordringer dekkes fullt ut og lavere prioriterte fordringer faller bort, jf. § 10a stk. 5, nr. 4. Aksjonærene er imidlertid ikke underlagt denne begrensningen og kan beholde sine rettigheter fullt ut såfremt planen ikke er betinget av at de nulles. Aksjonærenes stilling har dermed et sterkt vern etter de danske reglene, og kravet om simpelt flertall gjør at terskelen for at en kreditor kan bli bundet mot sin vilje er lav. Samtidig er ikke en slik løsning særlig problematisk fordi de berørte kreditorene har samme konkursprioritet og tilbys samme løsning, slik at den løsningen flertallet stemmer for, også kan sies å være rimelig overfor mindretallet.[221]

Samlet sett er den danske modellen den mest restriktive av de tre undersøkte landene. Tvangsakkordens begrensninger gjør modellen enkel og forutberegnelig, men gjør den samtidig mindre egnet for komplekse rekonstruksjoner med mange kreditorklasser og sammensatte kapitalstrukturer. Sammenlignet med de amerikanske reglene som prioriterer fleksibilitet fremfor enkle regler, og de svenske reglene som befinner seg et sted imellom, prioriterer de danske reglene forutberegnelighet og enkle regler. Forutberegneligheten går på bekostning av fleksibilitet og muligheten for skreddersydde løsninger.

[221] Se grundigere begrunnelse for at dette systemet likevel er rimelig i punkt 2.3.1.

5. Prioritetsregelen i norsk rett

5.1. Innledning

5.1.1. Om problemstillingen

Kapittel 5 behandler delproblem tre om hvilke begrensninger prioritetsregelen i konkursloven del 1 setter på tapsfordelingen og hvordan den virker sammen med øvrige regler. Den 27. mars 2026 fremla Justis- og beredskapsdepartementet Prop. 56 L (2025–2026) om endringer i konkursloven mv. (rekonstruksjonsforhandling),[222] som bygger på høringsnotatene og høringssvarene som ble sendt ut i 2023 og 2024.[223] Mandag 15. juni ble Lovvedtak 79 (2025–2026) vedtatt ved andregangsbehandling i Stortinget.[224]

Lovvedtaket inneholder i § 45 annet ledd en prioritetsregel. Bestemmelsen setter grenser for i hvilken grad en dissenterende kreditorklasse kan tvinges med på en plan der kreditorer med dårligere konkursprioritet skal sitte igjen med krav mot selskapet eller andre verdier. Som jeg skal se nærmere på i punkt 5.2, er det mest interessante aspektet ved prioritetsregelen hva den *ikke* setter grenser for: i hvilken utstrekning aksjonærer kan beholde verdier selv om en kreditorklasse stemmer mot forslaget. Som utsynet i kapittel 4 viste, innebærer unnlatelsen av å regulere dette aspektet at den norske bestemmelsen vil skille seg fra den amerikanske regelen, som igjen har dannet mønsteret for modellene i Rekonstruksjonsdirektivet. Av denne grunn vil analysen i kapitelet primært orientere seg rundt hvilken betydning det har for minoritetsvernet av dissenterende kreditorer at aksjonærene er unntatt prioritetsregelen.

For å forstå rekkevidden av dette valget er det nyttig å minne om at prioritetsregelens funksjon er å begrense hvilke rekonstruksjonsplaner som kan tvinges gjennom overfor mindretallet.[225] Regelen angir i hvilken rekkefølge partene i en rekonstruksjon kan pålegges å ta tap og bidra i rekonstruksjonen. Som vist i punkt 3.2 virker prioritetsregelen i samspill med reglene om klasseinndeling, testen av fordringshavernes beste interesse og klasseoverskridende gjennomtvingelse. Som vist i utsynet i kapittel 4 vil prioritetsregelens praktiske betydning avhenge av (i) hvilke krav og rettigheter en rekonstruksjonsplan kan gripe inn i, (ii) adgangen til å utelate kreditorer fra planen, og (iii) de øvrige vilkårene for

[222] Heretter omtalt som proposisjonen.
[223] Høringsnotat 2023 og -2024.
[224] Med mindre annet er presisert er alle lovhenvisningene i kapittel 5 til Lovvedtak 79 (2025–2026).
[225] Se punkt 3.3.

gjennomtvingelse. Virkningene av å foreslå en prioritetsregel som kun regulerer behandlingen av dissenterende kreditorklasser relativt til kreditorer med dårligere konkursprioritet, forutsetter derfor en analyse av disse øvrige reglene. Dette er temaet for punkt 5.3 til 5.7, før jeg oppsummerer hvilken betydning prioritetsregelens utforming får for minoritetsvernet for dissenterende kreditorer i punkt 5.8.

5.1.2. Kontekst

For å klarlegge prioritetsregelens funksjon og rekkevidde, er det nødvendig å se regelen i sammenheng med de øvrige trinnene i rekonstruksjonsprosessen etter de nye reglene. I det følgende gis en oversikt over prosessens oppbygning og de reglene prioritetsregelen virker i samspill med. Reglene vil behandles nærmere i de følgende underpunktene. Formålet med dette punktet er å gi et foreløpig «fugleperspektiv» for å lette lesingen av de etterfølgende punktene.

Det første steget mot en rekonstruksjon er at skyldneren utarbeider rekonstruksjonsplanen i samarbeid med rekonstruksjonsutvalget, (bestående av en rekonstruktør og én eller flere kreditorrepresentanter), jf. § 30. Planen forhandles og utarbeides innenfor de rammene de øvrige bestemmelsene setter.

Den første begrensningen er hvilke fordringer som kan omfattes av planen. Etter § 32 er utgangspunktet at planen kan omfatte samtlige fordringer som oppstod før åpningen av rekonstruksjonsforhandlingen. Det er imidlertid gjort flere unntak i bestemmelsens annet ledd for fordringer som ikke kan endres gjennom rekonstruksjonsplanen, selv om de skriver seg fra tiden før forhandlingene. Lovvedtaket innebærer to endringer i gjeldende rett på dette punktet ved at pantesikrede krav og fortrinnsberettigede skatte- og avgiftskrav etter dekningsloven § 9-4 første ledd nr. 1, 3, og 4 kan omfattes av planen. Endringene drøftes nærmere i punkt 5.3. Rekonstruksjonsplanen kan dermed omfatte uprioriterte krav, fortrinnsberettigede skatte- og avgiftskrav og pantesikrede krav.

Neste begrensning følger av hvilke tiltak en tvangsakkord kan gå ut på. Etter § 33 kan planen, forutsatt at tiltaket «anses nødvendig for å avhjelpe skyldnerens økonomiske vanskeligheter», innebære «endringer i rettigheter eller forpliktelser knyttet til dekning av eller sikkerhet for fordringer», og tiltak «etter aksjeloven eller allmennaksjeloven kapittel 10, 11 eller 12 uten generalforsamlingsbehandling». Sistnevnte tiltak vil påvirke aksjonærenes rettigheter, og

behandles nærmere i punkt 5.3.4. Bestemmelsen er bevisst formulert åpent for å tilrettelegge for mer skreddersydde planer, men er ikke uten skranker: tiltaket må være nødvendig og vilkåret om fordringshavernes beste interesse setter et gulv for hvilken minstedekning kreditoren må tilbys, jf. § 33 tredje ledd, se punkt 5.4.

Partene som berøres av rekonstruksjonsplanen gjennom tiltak i § 33, gis stemmerett etter § 38. Det er imidlertid gjort unntak for visse parter, blant annet skyldnerens nærstående, jf. § 38. De fordringene og aksjonærene som gis stemmerett deles inn i klasser etter § 35. Utgangspunktet for klasseinndelingen er at fordringer med lik konkursprioritet skal plasseres i samme klasse, se punkt 5.5.1.

Partene stemmer innad i de respektive klassene, hvor flertallskravet for tilslutning avhenger av hvilken konkursprioritet klassen representerer, jf. § 41, flertallskravene behandles i punkt 5.5.2. Hovedregelen for stadfestelse av planen er at samtlige klasser må stemme for planen, jf. § 45. Der en eller flere klasser stemmer mot planen kan den likevel stadfestes dersom «flere enn halvparten av klassene» har stemt for, prioritetsregelen er overholdt og ingen klasse får mer enn full dekning, jf. § 45 annet ledd. Denne bestemmelsen åpner altså for klasseoverskridende gjennomtvingelse, se drøftelsen i punkt 3.2.1.

Selv om betingelsene i § 45 er oppfylt, *skal* retten nekte stadfestelse blant annet hvis klasseinndelingen ikke oppfyller kravene, hvis vilkåret om fordringshavernes beste interesse ikke er overholdt eller hvis planen «ikke er rimelig», jf. § 46 nr. 2, 5 og 8. Bestemmelsen fungerer som et siste minoritetsvern for dissenterende kreditorer, og tilfeller der dette kan være aktuelt drøftes i punkt 5.7.

Oversikten ovenfor viser hvordan de ulike reglene virker sammen. I punkt 5.2 følger en analyse av prioritetsregelen og hva den regulerer og ikke regulerer. Deretter følger en analyse av den nærmere funksjonen til de andre tapsfordelingsreglene og hvilket vern de samlet sett gir en dissenterende kreditor eller kreditorklasse mot gjennomtvingelse.

5.2. Prioritetsregelen

5.2.1. Relaxed APR-tilnærming

Prioritetsregelen er i likhet med reguleringen i Sverige og USA et stadfestelsesvilkår ved klasseoverskridende gjennomtvingelse, jf. § 45. Som nevnt, innebærer klasseoverskridende gjennomtvingelse at rekonstruksjonsplanen kan stadfestes, selv om ikke alle klassene har stemt for. Bestemmelsen fastsetter i korte trekk at slik gjennomtvingelse forutsetter at (i) en dissenterende klasse «må behandles minst like fordelaktig» som en klasse med samme konkursprioritet, og (ii) at «fordringer» skal «gis full dekning før fordringer med lavere prioritet gis dekning». Prioritet må her forstås som en henvisning til prioritetsrekkefølgen i dekningsloven kapittel 9. Samtidig åpner tredje ledd for unntak fra prioritetsregelen «i den utstrekning det anses nødvendig for å nå målene med rekonstruksjonsplanen og rekonstruksjonsplanen ikke urimelig skader de berørte fordringshavernes rettigheter eller interesser.

Departementet har med andre ord tatt utgangspunkt i en relaxed APR-tilnærming til prioritetsspørsmålet.[226] Utformingen av bestemmelsen gir i likhet med direktivet og den svenske tilnærmingen uttrykk for (i) et likebehandlingskrav mellom kreditorer av lik prioritet, og (ii) et krav om at fordelingen følger konkursrekkefølgen. Prioritetsregelen har dermed både en horisontal (i) og vertikal (ii) funksjon; oppgaven fokuserer på den vertikale. Likebehandlingskravet er imidlertid en sentral del av minoritetsvernet og vil kort omtales i punkt 5.6.

Den vesentligste forskjellen mellom konkurslovens og rekonstruksjonsdirektivets utforming er at, istedenfor at prioritetsregelen gjelder behandling relativt til en *lavere prioritert klasse*, knytter regelen i konkursloven seg til *lavere prioriterte «fordringer».* Det betyr at regelen ikke stiller noe vilkår om dissenterende kreditorklassers behandling relativt til aksjonærene, og regulerer dermed bare fordelingen mellom fordringshaverne. Konsekvensen er at det ved vurderingen av om prioritetsregelen er oppfylt, er helt likegyldig om eksisterende aksjonærer blir fullstendig utvannet eller beholder aksjene i selskapet. I det følgende drøftes først hvordan regelen virker mellom fordringer av ulik prioritet, før jeg analyserer hva det innebærer at aksjonærene er unntatt vilkåret om absolutt prioritet.

[226] Se om relaxed APR i punkt 3.3.4.

5.2.2. Fordelingen mellom fordringer av ulik prioritet

5.2.2.1. Utgangspunktet om absolutt prioritet

Hovedregelen om absolutt prioritet gjelder mellom pantesikrede fordringer, fortrinnsberettigede krav etter dekningsloven § 9-4 første ledd nr. 1, 3 og 4 og alminnelige konkursfordringer, jf. § 45.[227] Fordelingen følger konkursfordelingen der pantesikrede fordringer skal få «full dekning», deretter skal fortrinnsberettigede skatte- og avgiftskrav få «full dekning» før alminnelige konkursfordringer kan få noen dekning. I det følgende vil fortrinnsberettigede skatte- og avgiftskrav etter dekningsloven § 9-4 første ledd nr. 1, 3, og 4 for enkelthetens skyld omtales som skatte- og avgiftskrav.

Prioritetsregelen gir panthaverne et sterkt vern ved at de må dekkes fullt ut dersom lavere prioriterte fordringer skal kunne beholde så mye som én krone av kravet sitt. I praksis innebærer det at panthaverne enten (i) må samtykke til mindre enn «full dekning» eller (ii) at det uansett ikke finnes midler igjen til å dekke lavere prioriterte fordringer.

For skatte- og avgiftskrav innebærer endringen et vesentlig sterkere vern enn etter dagens rekonstruksjonslov, hvor slike krav i praksis behandles som usikrede krav, jf. rekonstruksjonsforskriften § 1.[228] Etter endringen beholder skatte- og avgiftskrav fortrinnsretten og må dekkes fullt ut hvis alminnelige usikrede kreditorer skal motta verdier. Konsekvensen er at utsikten til dekning for usikrede fordringer svekkes, ettersom en større del av rekonstruksjonsverdien er forbeholdt pantesikrede krav og skatte- og avgiftskrav.

Prioritetsregelen skal vurderes mot *alle* øvrige fordringer, og ikke bare de kravene som formelt «berøres» av planen. Det innebærer at man ikke møter på samme omgåelsesproblem som Rekonstruksjonsdirektivet og svensk rett legger opp til, hvor man kan omgå prioritetsregelen ved å holde enkelte parter uberørt av planen. Det vil for eksempel ikke være mulig å omgå prioritetsregelen ved å holde usikrede leverandører uberørt, samtidig som man forsøker å gjennomtvinge en plan overfor en dissenterende klasse med skatte- og avgiftskrav.

[227] Paragraf 45 viser til pantesikrede fordringer og «øvrige fordringer», etter § 32 er det kun pantesikrede krav, fortrinnsberettigede krav etter deknl. § 9-4 nr. 1, 3 og 4 som kan omfattes av planen.
[228] Se nærmere om stillingen til skatte- og avgiftskrav i punkt 5.3.3.

5.2.2.2. Vilkåret om full dekning

Ved anvendelsen av prioritetsregelen må retten ta stilling til om en dissenterende klasse har fått «full dekning» før lavere prioriterte klasser kan få dekning. Hvis svaret er ja, står ikke prioritetsregelen i veien for at lavere prioriterte kreditorklasser mottar verdier etter rekonstruksjonsplanen. Hvis svaret er nei, kan ikke planen stadfestes med mindre unntaksregelen i § 45 tredje ledd kommer til anvendelse, se punkt 5.2.2.3. Spørsmålet er hva som ligger i vilkåret om «full dekning».

Etter ordlyden tilsier vilkåret at kreditoren ikke skal ta tap, sammenlignet med sitt opprinnelige krav. Et naturlig utgangspunkt er derfor at «full dekning» omfatter dekning for kravets hovedstol med renter. Samtidig åpner formuleringen for at «full dekning» kan oppnås på ulike måter, så lenge kreditor samlet sett får en dekning som tilsvarer det opprinnelige kravet. Departementet fremhever at hva som anses som «full dekning» kan «variere med omstendighetene», og nevner bare «betalingsutsettelse mot tilstrekkelig kompensasjon» som eksempel.[229] Videre understreker departementet at det må «avgjøres konkret hva som vil utgjøre full dekning for den enkelte fordringen i den aktuelle situasjonen», men gir ingen føringer for vurderingen.[230]

Vilkåret om «full dekning», innebærer i praksis at det må gjøres en vurdering av om verdien av formuesgodene kreditoren vil sitte igjen med etter rekonstruksjonsplanen, er like høy som den nominelle størrelsen på kravet. Manglende veiledning om hvordan utregningen skal gjøres kan være konfliktskapende, ettersom en kreditor vil ha insentiver til å bestride utregningen for å få en høyere dekning. Tvist om dekningen vil videre være både tidskrevende og kostnadsdrivende.

Det er derfor uheldig at departementet har unnlatt å gi føringer for vurderingen av om løsningen kreditoren tilbys utgjør «full dekning». For å vurdere hvorvidt en gjeldskonvertering gir «full dekning» vil fremgangsmåten kunne være: (i) fastsette størrelsen på kravet før rekonstruksjonen, (ii) verdsette verdien av eiendelene kreditoren sitter igjen med etter (aksjene og den delen av kravet som ikke blir konvertert), (iii) vurdere om (ii) er minst like høy som (i). Hvis svaret er ja, har kreditoren fått full dekning, ellers ikke. Dersom kreditoren tilbys betalingsutsettelse med renteøkning, må man i trinn (ii) gjøre en utregning av

[229] Prop. 56 L (2025–2026) s. 139.
[230] Ibid.

verdien kreditoren sitter igjen med ved den nye forfallsdatoen. Verdivurderingen må trolig skje i henhold til metoder hentet fra finansiell økonomi, og her kan det oppstå uenigheter mellom ulike sakkyndige, se diskusjonen i punkt 3.3.5. Ved å gi føringer for hvordan verdien fastsettes vil det skape mer forutberegnelighet for kreditorene og være konfliktdempende, noe som kan bidra til mer effektive og vellykkede rekonstruksjoner.

5.2.2.3. Unntak fra vilkåret om absolutt prioritet blant fordringene

Paragraf 45 tredje ledd åpner for unntak fra prioritetsregelen når det «anses nødvendig for å nå målene med rekonstruksjonsplanen, og rekonstruksjonsplanen ikke urimelig skader de berørte fordringshavernes rettigheter eller interesser». Hvis vilkårene er oppfylt, kan man altså lempe på kravet om at kreditorer må få «full dekning» hvis kreditorer med dårligere konkursprioritet skal beholde verdier.

Unntaket gjelder likevel ikke panthavernes rett til full dekning før andre fordringer dekkes, jf. siste punktum: for pantekrav er prioritetsregelen dermed uten unntak. I praksis innebærer dette at unntaket bare får betydning der planen gjør unntak fra skatte- og avgiftskravenes rett til full dekning før usikrede krav kan tilbys dividende.

Unntaksadgangen innebærer en toleddet vurdering: unntaket må være (i) formålstjenlig («nødvendig for å nå målene med rekonstruksjonsplanen») og (ii) forholdsmessig («ikke urimelig skader de berørte fordringshavernes rettigheter eller interesser»). Bestemmelsen bygger på Rekonstruksjonsdirektivets formulering i artikkel 11 nr. 2.[231] Som drøftet i punkt 3.3.6.2 er formuleringen vag og overlater et stort skjønn til domstolene når terskelen for unntak skal settes.

Departementet begrunner unntaksadgangen med at den er «nødvendig for å forhindre urimelige resultater og muliggjøre gode rekonstruksjonsløsninger».[232] Videre presiserer departementet at det bør være aktuelt med unntak der skatte- og avgiftskrav vil få lite eller ingen dekning ved konkurs, mens det vil forhindre en vellykket rekonstruksjon dersom de skal dekkes fullt ut.[233] I slike tilfeller kan det oppstå et misforhold mellom den forventede konkursdekningen for skatte- og avgiftskrav og dekningen i rekonstruksjonsplanen, som kan

[231] Prop. 56 L (2025–2026) s. 138.
[232] Ibid.
[233] Ibid.

gjøre kravet om full dekning urimelig sett opp mot formålet med rekonstruksjonen. Et slikt scenario er ikke utenkelig ettersom skatte- og avgiftskrav er plassert sist blant de fortrinnsberettigede fordringene i konkurs. Avhengig av hvordan unntaksadgangen vil praktiseres kan unntaksregelen kompensere for noen av ulempene ved at skatte- og avgiftskrav får beholde fortrinnsretten, se nærmere punkt 5.3.3.

Vurderingen etter § 45 tredje ledd gjelder imidlertid ikke bare *om* det er grunnlag for å fravike prioritetsregelen, men også *hvor stort avvik* som kan tillates.[234] Dette blir særlig relevant der planen forslår å holde usikrede krav helt uberørt av planen, slik at de beholder kravet sitt fullt ut. Som nevnt ovenfor, gjelder prioritetsregelen også behandling relativt til uberørte krav, slik at en plan som for eksempel holder usikrede kundefordringer uberørt, samtidig som skatte- og avgiftskrav ikke får «full dekning» må begrunnes i unntaksregelen. Der en klasse usikrede krav holdes helt uberørt, samtidig som skatte- og avgiftskrav må ta tap, vil avviket fra prioritetsregelen være størst. Det vil derfor være lettere å akseptere at usikrede krav må sanere deler av gjelden fremfor at de holdes helt uberørt.

Samtidig kan det i konkrete tilfeller være grunnlag for å holde visse usikrede krav helt uberørt, for eksempel der krav fra forbrukere utgjør en liten andel av de samlede kravene mot selskapet, og der manglende dekning kan skade selskapets omdømme og dermed svekke grunnlaget for videre drift etter rekonstruksjonen. Da vil sletting av forbrukerkrav gjøre mer skade enn nytte. Det må derfor avgjøres konkret i hver situasjon om det er holdepunkter for unntak, der de samlede virkningene av rekonstruksjonsplanen tas i betraktning og vurderes opp mot nødvendigheten og rimeligheten av unntaket.

Det er grunn til å minne om at jeg har sett på et unntak fra prioritetsregelen i § 45, og at prioritetsregelen kun kommer til anvendelse der en klasse stemmer mot planen. Der unntak fra prioritetsregelen er velbegrunnet i rekonstruksjonsplanen og velbalansert, er det grunn til å tro at prioriterte fordringer vil akseptere avvik fra utgangspunktet. Unntaksvilkåret kan da brukes for å forhindre en holdout-situasjon der kreditorer likevel motsetter seg slike tiltak for å sikre seg en større andel på bekostning av formålet med rekonstruksjonen.[235] Enhver individuell kreditor er også beskyttet av testen av fordringshavernes beste interesse, se punkt 5.4.

[234] Prop. 56 L (2025–2026) s. 138.
[235] Se punkt 2.3.4 og 3.3.5 for forklaring av holdout-problemer.

5.2.3. Fordelingen mellom kreditorene og aksjonærene

I det følgende drøfter jeg hva det innebærer at aksjonærene er unntatt prioritetsregelen. Deretter vurderer jeg konsekvensene for tapsfordelingen mellom kreditorer og aksjonærer ved gjennomtvingelse, og hvorvidt utformingen gir en god regel i lys av minoritetsvernet.

Som drøftet i kapittel 2 er det gode grunner til at prioritetsregelen ikke bør utformes som en unntaksfri APR, tilsvarende fordelingen ved konkurs. Selv den amerikanske modellen, som er ansett som den mest rigide, åpner for unntak i visse, riktig nok snevre, tilfeller.[236] Kjernen i argumentet for unntak er at en forutsetning for en vellykket rekonstruksjon er at de berørte partene har insentiver til å samarbeide om en plan for selskapets videre drift etter rekonstruksjonen. Dersom gjennomtvingelse betinges av at aksjonærene fullstendig utvannes, vil ikke eierne ha insentiver til å initiere rekonstruksjonsforhandlinger. Det kan i sin tur øke risikoen for at selskapet forsøker å «ri av» den økonomiske situasjonen uten tiltak, eller søker en utenrettslig løsning, selv om en tidlig rettslig rekonstruksjon kunne tilrettelagt for en bedre løsning.

Spørsmålet er derfor ikke *om* det bør være mulig for aksjonærene å beholde eierinteresser, men *på hvilke vilkår* aksjonærene skal kunne beholde eierinteresser. Spørsmålet kan for eksempel løses etter den amerikanske regelen med en svært streng unntaksregel, etter den svenske modellen der aksjonærene kan holdes helt uberørt av planen eller nyvinningen i konkursloven der aksjonærene er unntatt prioritetsregelen.

Forslaget om å unnta aksjonærene fra prioritetsregelen ble først fremmet i Høringsnotatet 2024. I forslaget fra 2023 var regelen utformet i tråd med Rekonstruksjonsdirektivet, der prioritetsregelen også gjelder behandling relativt til aksjonærer, og man må gjennom unntaksregelen dersom aksjonærene skal kunne beholde noen eierandeler ved gjennomtvingelse. Begrunnelsen for endringen i høringsnotatet 2024 var at «et utgangspunkt om at alle andre klasser må få full dekning før aksjeeierne ikke er hensiktsmessig», og at der unntak må følge av unntaksbestemmelsen «fremstår som en noe tungvint løsning».[237] I Proposisjonen viser departementet til denne uttalelsen, men utdyper ikke nærmere hva som gjør unntaksregelen tungvint eller hvilke typetilfeller man særlig ønsker å forenkle. Det er

[236] Se punkt 4.2.2.3
[237] Høringsnotatet 2024 s. 33.

påfallende at departementet anfører så vage argumenter for å fravike det som må anses som en internasjonal «best practice».

Departementet antar videre «at de fleste skyldnere vil være tjent med å fordele tapet i rekonstruksjonsforhandlingen på en rimelig måte for å få tilstrekkelig tilslutning til rekonstruksjonsplanen».[238] Antakelsen bygger på uttalelsen i Høringsnotatet 2024 om at løsninger der aksjonærene også må bidra i planen vil løses gjennom forhandlinger.[239] Departementet synes her å regne med at hensynet til en rimelig fordeling vil være ivaretatt gjennom at rekonstruksjonsplanen nok må innebære noen inngrep i aksjonærenes rettigheter for å oppnå tilstrekkelig tilslutning. Det tilrettelegges for fleksible løsninger for skyldneren på bekostning av kreditorenes utsikt til høyest mulig dekning.

Det er samtidig ikke sikkert at forslaget i Høringsnotatet 2023 ville ført til et sterkere minoritetsvern. Prioritetsregelen var da som nevnt utformet i tråd med rekonstruksjonsdirektivet og regulerte fordelingen mellom en fordringshaver og «lavere prioritert klasse».[240] Regelen ville da arvet tolkningsproblemet fremhevet i punkt 3.3.6.1 og møtt på samme problem som de svenske reglene gjør, se punkt 4.3.2. Regelen hadde da åpnet for omgåelse ved at aksjonærenes rettigheter ikke berøres og at de derfor ikke deles inn i en klasse. Situasjonen ville da blitt at det er lettere å la aksjonærene være uberørte fremfor at de også delvis må bidra i rekonstruksjonen. Som fremhevet i punkt 4.3.2 ville det skapt en uforutsigbar rettstilstand med tanke på når aksjonærene kan beholde eierinteresser eller ikke.

Konkurslovens utforming av prioritetsregelen er et tydelig signal om at aksjonærene i utgangspunktet skal få beholde verdier, også der kreditorene tar tap og en kreditorklasse motsetter seg planen. Som fremhevet i kapittel 2 kan det i flere tilfeller tenkes at aksjonærenes videre bidrag i selskapet er en nødvendig forutsetning for videre drift. Det er imidlertid ingen automatikk i det, for større selskaper vil ikke enhver aksjonær være nødvendig for driften. Det kan også tenkes tilfeller der aksjonærene i en SMB har et dårlig omdømme og derfor ikke er ønskelige å ha med videre. I mange tilfeller kan dessuten årsaken til at selskapet har alvorlige økonomiske problemer være dårlig drift eller forhold ved aksjonærene. Det er ikke uvanlig at ledelsen i selskaper også er aksjonærer slik at selskapets betalingsproblemer kan skyldes visse

[238] Prop. 56 L (2025–2026) s. 137.
[239] Høringsnotatet 2024 s. 33.
[240] Se punkt 3.3.6.1 for tolkningsproblemet rundt vilkåret «lavere prioriteret klasse».

aksjonærers handlinger. I slike tilfeller vil aksjonærer som *ikke* tilfører selskapet verdi gjennom sin deltakelse få en ubegrunnet fordel ved at de som utgangspunkt kan beholde posisjonen sin.

5.2.4. Oppsummering og vurdering

Et interessant trekk ved prioritetsregelen i § 45 annet ledd nr. 2 er at istedenfor å regulere fordelingen og forholdet mellom fordringshaverne og aksjonærene, så regulerer den i stedet kun forholdet mellom fordringshaverne. Slik regelen legger opp til nå kan hele rekonstruksjonsoverskuddet tilfalle aksjonærene.

Reguleringen kan minne om den svenske modellen, som i praksis ikke sperrer for at aksjonærene holder uberørt. Regelen unngår imidlertid tolkningstvil og det svenske omgåelsesproblemet, der aksjonærene holdes uberørt for å omgå APR,[241] ved at aksjonærene eksplisitt er unntatt regelen. Sammenlignet med den svenske modellen hvor aksjonærer enten må holdes helt uberørt eller bare kan beholde eierandeler gjennom en snever unntaksregel, legger departementets løsning i større grad til rette for at aksjonærene kan beholde *deler* av eierandelene. Fordi skatte- og avgiftskrav beholder sin prioritet i rekonstruksjonsforhandlingene, får også unntaksregelen etter den norske modellen en selvstendig betydning, sammenlignet med den svenske der unntak fra absolutt prioritet bare aktualiseres der aksjonærene faktisk berøres av planen.[242]

Departementet antar, som nevnt, at en rettferdig tapsfordeling, der aksjonærene også bidrar, normalt vil løses gjennom forhandlinger. Det er vanskelig å se hvordan argumentet står seg når det er snakk om å tvinge en dissenterende klasse med på en løsning. Årsaken til at skyldneren fremlegger et forslag om tvangsakkord er gjerne at forhandlinger ikke har lykkes og heller ikke ventes å lykkes.

Valget om å unnta aksjonærene fra prioritetsregelen innebærer videre et tydelig brudd med den grunnleggende tanken om at egenkapitalen går tapt først. Villars-Dahl fremhevet i utredningen sin at «[d]et er et økonomisk grunnprinsipp at eiernes kapital skal ta tap før kreditorene».[243] Uttalelsen fra utredningen er også vist til i forarbeidene til

[241] Se punkt 4.3.2.
[242] Ibid.
[243] Villars-Dahl s. 56.

rekonstruksjonsloven.[244] Uttalelsene knytter seg imidlertid til at aksjonærene ikke bør få en vetorett ved gjeldskonvertering i et rekonstruksjonsforslag, slik de har etter rekonstruksjonsloven,[245] og ikke hvorvidt de skal nulles. Ettersom det er et «økonomisk grunnprinsipp» gjør uttalelsen seg, etter mitt syn, også gjeldende ved fordelingsspørsmål, og prioritetsregelens utforming er klart i strid med grunnprinsippet.

En fordel ved å holde aksjonærene klart utenfor prioritetstesten er forutsigbarhet: rammene for forhandlingene blir tydeligere ved å fjerne tolkningstvil rundt om aksjonærer *kan* beholde verdier. Isolert sett kan dette gjøre det lettere for partene å nå en omforent løsning. Ulempen er at modellen samtidig åpner for at aksjonærer som ikke tilfører selskapet reell verdi, kan beholde eierandeler på bekostning av kreditorenes dekning, uten at det kreves en særskilt begrunnelse. En løsning som ivaretar forutberegnelighet og samtidig åpner for at driftskritiske aksjonærer kan beholde posisjonen ville vært å la aksjonærer omfattes av prioritetsregelen, men utforme en unntaksregel med en terskel som (i) ikke er så høy at den i praksis hindrer rekonstruksjon, men (ii) likevel krever at det dokumenteres hvorfor aksjonærenes videre deltakelse er nødvendig eller formålstjenlig for en vellykket rekonstruksjon. Etter mitt syn vil en slik regulering ivareta både hensynet til forutberegnelighet for kreditorene og fleksibilitet for skyldneren der det er velbegrunnet at aksjonærene får beholde eierandeler.

Istedenfor vil muligheten for at skyldneren kan tvinge gjennom en rekonstruksjonsplan som innebærer en urimelig fordeling av rekonstruksjonsoverskuddet avhenge av de øvrige reglene for minoritetsvernet. Spørsmålet i den følgende analysen av de nye reglene er derfor hvilket vern de ulike bestemmelsene gir en dissenterende kreditor og kreditorklasse mot gjennomtvingelse.

5.3. Vern mot å omfattes av planen og dens tiltak

5.3.1. Planens rekkevidde

Det sterkeste kreditorvernet en kreditor kan ha mot å bli tvunget med på en rekonstruksjon, er at fordringen faller utenfor planens rekkevidde. Begrensningen på hvilke fordringer som kan inngå i planen følger av § 32, og setter den ytre rammen for kreditorvernet: fordringer som faller utenfor planens rekkevidde, må dekkes fullt ut. Ved at visse fordringer må dekkes fullt

[244] Prop. 75 L (2019–2020) s. 46.
[245] Se punkt 5.3.4.

ut reserveres en del av rekonstruksjonsverdien til dekning av slike fordringer. For fordringer som kan berøres av planen, reduseres samtidig den tilgjengelige rekonstruksjonsverdien og disse kreditorene er henvist til minoritetsvernet som følger av prioritetsregelen og de øvrige stadfestelsesvilkårene.

Begrensningen i § 32 slår fast at planen «kan bare omfatte fordringer som skriver seg fra tiden før åpningen av rekonstruksjonsforhandlingen». Videre følger det en uttømmende liste med fordringer som likevel ikke kan omfattes, som innebærer at det bare er alminnelige konkursfordringer, pantesikrede krav og fortrinnsberettigede krav etter dekningsloven § 9-4 første ledd nr. 1, 3, og 4 (skatte- og avgiftskrav) som kan omfattes. Det vil si at alle krav utover disse *ikke* kan omfattes av rekonstruksjonsplanen og dermed nyter det sterkeste vernet.

Departementet fremhever at ordlyden «kan» i § 32 første ledd reflekterer at skyldneren har valgfrihet med hensyn til hvilke fordringer som skal berøres av planen, og at ikke samtlige fordringer skal omfattes.[246] Dette innebærer en endring fra gjeldende rett der en stadfestet plan er bindende for «alle fordringshavere med fordringer» som oppstod før åpningen av rekonstruksjon, jf. rekonstruksjonsloven § 54.[247] Det blir dermed mulig å skreddersy planen slik at bare utvalgte fordringer omfattes.

Skyldnerens valgfrihet er likevel ikke ubegrenset. Prioritetsregelen gjelder, som nevnt i punkt 5.2.2, også for fordringer som ikke berøres av planen. Der planen skriver ned skatte- og avgiftskrav som har fortrinnsrett ved konkurs, men lar usikret leverandørgjeld (som er alminnelige konkursfordringer) være uberørt, vil prioritetsregelen i utgangspunktet hindre dette. Fortrinnsberettigede fordringer er dermed beskyttet mot tiltak som påvirker deres dekning, samtidig som lavere prioriterte fordringer holdes uberørt med mindre de samtykker, eller inngrepet er nødvendig og forholdsmessig for en vellykket rekonstruksjon.

Muligheten til å holde visse krav uberørt er i tråd med Rekonstruksjonsdirektivet og gjeldende regler i USA, Sverige og Danmark, se henholdsvis punkt 4.2, 4.3 og 4.4. I likhet med de svenske reglene utgjør ikke de uberørte fordringene en egen klasse,[248] men rekonstruksjonsplanen skal inneholde en begrunnelse for hvorfor visse fordringer er holdt

[246] Prop. 56 L. (2025–2026) s. 82.
[247] Med unntak for fordringer med lovbestemt fortrinnsrett og fordringer sikret med panterett, motregning eller annen sikkerhet, jf. § 54 annet ledd nr. 1, 2 og 3. Se punkt 2.3.1.
[248] Paragraf 35 første ledd.

utenfor, jf. § 31 første ledd nr. 5. I motsetning til den svenske modellen – der domstolen prøver skyldnerens valg av berørte parter opp mot begrunnelsen i planen – er dette løst gjennom at prioritetsregelen også binder uberørte parter. Løsningen gir mer forutsigbare kriterier for hvilke parter som kan holdes uberørt, sammenlignet med den svenske løsningen der domstolen prøver valget opp mot skyldnerens begrunnelse.[249]

Hvilke tiltak kreditorene kan bindes til er som nevnt i punkt 5.1.2 åpent regulert og omfatter «endringer i rettigheter eller forpliktelser knyttet til dekning av eller sikkerhet for fordringer», jf. § 33. Tiltaket kan innebære en endring i hva kreditoren har krav på, hvordan oppgjøret skal skje og når.[250] Et av tiltakene som kan foreslås er en gjeldskonvertering der kreditorenes krav skrives ned og motregnes mot aksjeinnskuddet ved en aksjeemisjon. Kreditoren kompenseres da for nedskrivingen gjennom å få aksjer i det rekonstruerte selskapet. Planen kan imidlertid bare innebære en gjeldskonvertering dersom kreditoren *ikke* motsetter seg det, jf. § 33 fjerde ledd. En kreditor som ikke ønsker å motta aksjer som betaling må dermed aktivt motsette seg løsningen. For å forhindre at kreditorene motsetter seg konvertering som en holdout-strategi kan retten ved kjennelse overstyre en fordringshaver som motsetter seg konvertering, dersom «tungtveiende hensyn taler for det» og fordringshaveren «åpenbart ikke har rimelig grunn til dette». Ordlyden i unntaket legger til rette for en høy terskel for at retten skal påtvinge en fordringshaver til å tåle konvertering, med bruk av «tungtveiende hensyn» og «åpenbart ikke». En høy terskel er viktig; det ville vært svært inngripende om retten kunne pålegge en kreditor å bli aksjonær der vedkommende har gode grunner for å motsette seg forslaget. En fordringshaver som i kraft av sine egenskaper ikke kan eie aksjer i skyldneren, for eksempel det offentlige eller banker, vil ha rimelig grunn til å motsette seg en konvertering.[251]

At rekonstruksjonsplanen kan gripe inn i pantesikrede krav og det offentliges skatte- og avgiftskrav innebærer en vesentlig endring fra gjeldende rett. I det følgende drøftes hva endringen innebærer og hvorvidt den er velbegrunnet. Avslutningsvis behandler jeg kort aksjonærenes stilling, og hvordan tiltak som griper inn i deres rettigheter påvirker kreditorenes dekningsgrunnlag.

[249] Se punkt 4.3.1.
[250] Prop. 56 L (2025–2026) s. 99.
[251] Ibid s. 100.

5.3.2. Pantesikrede fordringers stilling

Forslaget om å åpne opp for at pantesikrede krav kan omfattes av rekonstruksjonsplanen kom inn i høringsnotatet 2024 og var bakgrunnen for at det ble sendt et nytt forslag på høring. Det er altså videreført og vil muliggjøre at en rekonstruksjonsplan kan gjøre endringer i et pantesikret krav selv om panthaveren har stemt mot planen. Dette markerer et vesentlig skille i norsk retts tradisjonelle tilnærming til behandlingen av pantesikrede krav. Det kan også hevdes at en slik regel vil svekke noe av funksjonen til en panterett, som er at fordringshaveren er sikret oppgjør gjennom dekning i pantet.[252]

Bakgrunnen for endringen må sees i sammenheng med den vide adgangen til pantsettelse i norsk rett. Etter panteloven § 2-1 og kapittel 3 og 4 kan næringsdrivende underpantsette varelager, driftstilbehør, enkle pengefordringer, hele fordringsmassen knyttet til levering av varer og tjenester (factoringpant), og motorvogner- og anleggsmaskiner. Et selskap kan dermed ofte pantsette tilnærmet alle sine aktiva, og selskaper med store økonomiske vanskeligheter har som regel allerede gjort dette forut for at rekonstruksjonsforhandlinger blir aktuelt. Konsekvensen er at store deler av selskapets gjeld da ikke kan restruktureres uten samtykke fra panthaver. Dersom panthaveren ikke går med på en løsning, vil det være opp til de usikrede kreditorene og aksjonærene å redde selskapet.

Den vide pantsettelsesadgangen har vært problematisert flere ganger. Allerede i Falkangerutvalget ble det påpekt at den vide pantsettelsesadgangen skapte hindringer for vellykkede gjeldsforhandlinger.[253] Problemstillingen ble også fremhevet i Villars-Dahls utredning, men det var utenfor mandatet for utredningen å vurdere begrensninger i pantsettelsesadgangen.[254] Lovendringen motvirker konsekvensene av den vide pantsettelsen gjennom å tillate inngrep i pantesikrede krav, uten å begrense adgangen til pantsettelse.

Et sentralt premiss for endringen er at panthavers dekning kan variere avhengig av om selskapet rekonstrueres eller avvikles ved konkurs.[255] Dette er fordi verdsettelsen ved rekonstruksjon tar utgangspunkt i verdien av selskapet i rekonstruert stand.[256] Salgsverdien vil normalt være lavere ved likvidasjon enn ved videre drift ettersom eiendelene eller selskapet i

[252] Skoghøy 2026 s. 19.
[253] Falkangerutvalget s. 136. Utvalget foreslo å innskrenke panteadgangen, men dette ble ikke fulgt opp.
[254] Villars-Dahl 2016 s. 4.
[255] Brækhusutvalget s. 123. Uttalelsen fra forarbeidene er fulgt opp i Rt. 1997 s. 931 på s. 963.
[256] Prop. 56 L (2025–2026) s. 63.

en konkurssituasjon skal selges raskt og interessen og betalingsviljen er lav.[257] En rekonstruksjon kan dermed gi panthaveren bedre dekning enn konkurs – enten ved at panteobjektet verdsettes høyere, eller ved at tvunget salg til underpris unngås.

Siden panthaverne potensielt kan stilles bedre ved en rekonstruksjon enn ved konkurs, reiser det spørsmål om det er rimelig at de kan motsette seg en slik løsning. Departementet fremhever at det er liten grunn til at pantesikrede fordringshavere skal kunne motsette seg en løsning som for dem ikke er dårligere enn konkurs, samtidig som andre fordringshavere må ta et større tap.[258] En slik vetorett ville gitt panthaverne en uforholdsmessig sterk forhandlingsposisjon i tilfeller der rekonstruksjonen uansett er det beste for kreditorfellesskapet.

Mot dette står hensynet til panterettens kredittskapende funksjon. Dersom pantesikrede fordringer kan endres mot panthavers vilje kan det svekke panthavers utsikt til dekning, og tilliten til panteretten som sikkerhet for fordringen. Dette vil igjen gjøre det mer risikabelt å yte pantesikret kreditt, slik at pantesikrede lån blir dyrere i og med at långiverne vil kreve høyere rente for å kompensere for risikoøkningen.[259]

Innvendingen må imidlertid sees i lys av de øvrige reglene. Prioritetsregelen sikrer en klasse med panthavere full dekning for kravet sitt ved gjennomtvingelse, og én enkelt panthaver er sikret mot å få dårligere dekning enn det vedkommende vil få i konkurs, se punkt 5.4. Disse reglene sikrer at panthavers dekning ikke forringes. I praksis vil det primært være aktuelt med betalingsutsettelse på markedsmessige vilkår eller bytte av panteobjekt,[260] som ikke svekker panterettens kredittskapende funksjon.

5.3.3. Fortrinnsberettigede fordringers stilling

Etter § 32 annet ledd nr. 1 og 2 er fortrinnsberettigede fordringer etter dekningsloven §§ 9-3 og 9-4 første ledd nr. 2 vernet mot å kunne omfattes av en rekonstruksjonsplan. Det offentliges skatte- og avgiftskrav er dermed de eneste fortrinnsberettigede fordringene som kan omfattes av en rekonstruksjonsplan. Dette er en endring sammenlignet med

[257] Brækhusutvalget s. 78, og Prop. 56 L (2025–2026) s. 70.
[258] Høringsnotatet 2024 s. 7 og Prop. 56 L (2025–2026) s. 73.
[259] Finans Norges høringsinnspill til høringsnotatet 2024, gjengitt i Prop. 56 L (2025–2026) s. 70.
[260] Prop. 56 L (2025–2026) s. 100.

rekonstruksjonsloven § 54 som holder samtlige fortrinnsberettigede fordringer uberørt av en rekonstruksjonsplan.[261]

Unntaket for samtlige fortrinnsberettigede fordringer i rekonstruksjonsloven § 54 begrenses imidlertid av rekonstruksjonsforskriften som innfører et midlertidig unntak fra «[f]ortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav etter dekningsloven § 9-4 første ledd nr. 1, 3 og 4».[262] I medhold av forskriften kan skatte- og avgiftskrav endres og bindes av planen på lik linje med usikrede fordringer. Bakgrunnen for unntaket var at fortrinnsreglene og pantsettelsesreglene vanskeliggjorde rekonstruksjoner fordi det etter dekning av slike prioriterte krav nesten ikke var midler igjen til å gjennomføre rekonstruksjonen.[263] Fortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav har lenge vært omdiskutert og ble foreslått opphevet i både Brækhusutvalget særlig s. 356 og Falkangerutvalget s. 119, men ble ikke fulgt opp i noen av tilfellene.[264]

Valget om å gjøre unntak fra fortrinnsretten etter rekonstruksjonsforskriften har blitt godt mottatt av aktørene og blitt fremhevet som en klar styrke ved den midlertidige loven.[265] Konkursrådet gjennomførte i 2023 en undersøkelse av stadfestede rekonstruksjoner fra rekonstruksjonsloven trådte i kraft og frem til 25. april 2023. I undersøkelsen svarte 18 av 22 rekonstruktører at rekonstruksjonen ikke ville være mulig uten unntaket fra fortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav.[266] I 20 av de 22 stadfestede rekonstruksjonene ville konkursbehandling uansett ikke gitt skatte- eller avgiftskrav dividende, noe som viser at kravene i de fleste tilfellene kom bedre ut ved rekonstruksjon enn ved konkurs, selv uten fortrinnsrett.[267]

Departementet har likevel valgt å ikke videreføre hjemmelen for unntak fra dekningslovens fortrinnsrett.[268] I stedet kan skatte- og avgiftskrav berøres og bindes av planen, men beholder sin plass i dekningsrekkefølgen. Konsekvensen er at skatte- og avgiftskravene i utgangspunktet skal få «full dekning» før uprioriterte fordringer kan få noen dekning, se punkt 5.2.2. Fortrinnsberettigede skatte- og avgiftskrav har dermed fått et vesentlig sterkere

[261] Fortrinnsberettigede fordringer reguleres i deknl. §§ 9-3 og 9-4.
[262] Rekonstruksjonsforskriften § 1.
[263] Prop. 75 L (2019–2020) s. 14.
[264] Se også Ellingsæter 2025 s. 347–348 som problematiserer fortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav.
[265] Prop. 56 L (2025–2026) s. 15.
[266] Se gjengivelse av undersøkelsen i Prop. 56 L (2025–2026) s. 79.
[267] Ibid.
[268] Ibid s. 79–80.

vern etter endringen enn hva de har etter dagens regler. For usikrede krav innebærer det at deres utsikter til dekning svekkes, fordi en større andel av rekonstruksjonsverdien er forbeholdt pantesikrede krav og skatte- og avgiftskrav.

I høringsinnspillene fra høringsnotatet i 2023 har åtte av høringsinstansene tatt til orde for at unntaket fra fortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav bør videreføres.[269] De tre høringsinnspillene som kom etter fremleggelsen av proposisjonen, inntok alle samme standpunkt.[270] Bakgrunnen er at skatte- og avgiftskrav ofte utgjør høye beløp, og dersom de skal dekkes fullt ut før usikrede krav kan få dividende vil skatte- og avgiftskrav legge beslag på en stor del av rekonstruksjonsverdien. Endringen kan dermed få stor praktisk betydning: tapet som rekonstruksjonsplanen innebærer, må i stor grad bæres av de usikrede kreditorene.

Fordi en stor andel av rekonstruksjonsverdien er «låst» til pantesikrede og skatte- og avgiftskrav, kan rekonstruksjonen bli mer avhengig av ekstern finansiering under forhandlingsperioden og dermed mer kapitalkrevende. Sett i lys av at fortrinnsretten har vært omdiskutert i over 60 år og foreslått avskaffet flere ganger, og at det midlertidige unntaket har fungert etter sin hensikt, er det gode grunner for å videreføre unntaket fra fortrinnsretten. Mot denne bakgrunn er det grunn til å spørre om departementets valg ivaretar formålet om å tilrettelegge for effektive og vellykkede rekonstruksjoner ved at de gjeninnfører fortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav.

Departementet åpner likevel for at det gjennom unntaket fra absolutt prioritet vil være mulig å tvinge gjennom løsninger der usikrede krav mottar dividende selv om ikke skatte- og avgiftskrav dekkes fullt ut, se punkt 5.2.2.3. Videre fremhever departementet særlig tilfeller der det oppstår et misforhold mellom dekningen i konkurs og rekonstruksjon som aktuelle for unntak fra prioritetsregelen. Unntaket kan motvirke planer der skatte- og avgiftskrav får en uforholdsmessig stor del av rekonstruksjonsverdien. Samtidig kan unntaket føre til økt konflikt fordi staten trolig ikke vil samtykke til dårligere dekning når de i utgangspunktet har rett til full dekning. Prosessen blir da tidskrevende og kostnadsdrivende ved at retten må avgjøre hvorvidt det er grunnlag for unntak i rekonstruksjonen.

[269] Prop. 56 L (2025–2026) s. 76–78.
[270] Advokatforeningen-, SMB Norge- og Virke høringsinnspill 2026.

Videreføringen av fortrinnsretten innebærer at skatte- og avgiftskreditorene er vernet mot utfall der kravene deres skrives ned til aksjonærenes fordel, såfremt ikke samtlige usikrede krav slettes. Siste ord er imidlertid ikke sagt i debatten om fortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav. Justiskomiteens flertall fremmet i sin innstilling forslag om et nytt fjerde ledd i dekningsloven § 9-4 som gjør unntak fra fortrinnsretten til skatte- og avgiftskrav ved rekonstruksjon som er åpnet etter konkursloven.[271] Under stortingsbehandlingen av loven ble det debatt rundt spørsmålet og justiskomiteens forslag ble ved skarp dissens nedstemt, men departementet ble bedt om å utrede spørsmålet på nytt, se nærmere om dette i punkt 6.2.

5.3.4. Kort om aksjonærenes stilling

Selv om oppgavens fokus er kreditorvern, er aksjonærenes stilling relevant fordi de tiltak som kan gjennomføres overfor aksjonærene, direkte påvirker kreditorenes dekningsgrunnlag. Etter § 33 første ledd nr. 2 kan rekonstruksjonsplanen innebære «kapitalforhøyelse, kapitalnedsettelse eller utstedelse av finansielle instrumenter etter aksjeloven eller allmennaksjeloven kapittel 10, 11 eller 12».[272]

En kapitalforhøyelse etter kapittel 10 innebærer at det utstedes nye aksjer, samtidig som aksjonærenes rettigheter utvannes dersom de ikke får ta del i emisjonen. En kapitalnedsettelse etter kapittel 12 innebærer at eksisterende aksjer slettes, og etter kapittel 11 kan det blant annet besluttes å innvilge konvertible lån eller frittstående tegningsretter. Tiltakene innebærer at det for eksempel kan besluttes å la aksjonærene utvannes til fordel for fordringshavere, men tilby aksjonærene tegningsretter slik at de kan få en større del av det rekonstruerte selskapet på et senere tidspunkt. Slik kan man få med aksjonærene videre i det rekonstruerte selskapet uten at det går på bekostning av fordringshavernes rett til dekning. For kreditorene innebærer dette økt fleksibilitet i forhandlingen av rekonstruksjonsplanen og kan øke sannsynligheten for at planen samler tilstrekkelig støtte.

Etter rekonstruksjonsloven krever tiltak etter kapittel 10–12 vedtak på generalforsamlingen, riktignok med et lempet flertallskrav (simpelt flertall), jf. rekonstruksjonsloven § 34. Dagens løsning gir dermed aksjonærene en vetorett, ved at de på generalforsamlingen kan stemme ned en plan som innebærer at de også må bidra, i form av å få aksjene sine utvannet i

[271] Innst. 355 L (2025–2026) s. 8.
[272] Kapittel 10, 11 og 12 i asl. og asal. regulerer sammenfallende tiltak; det henvises i det følgende bare til kapitlene uten å skille mellom lovene.

forbindelse med en konvertering av gjeld til egenkapital. Denne løsningen er uheldig og departementet påpeker «at det ikke gir god mening at eierne ved å stemme nei på generalforsamlingen kan sikre sitt eierskap, mens fordringshaverne kan måtte ta hele regningen for at selskapet skal kunne reddes».[273]

På grunn av det overnevnte er det foreslått at en stadfestet rekonstruksjonsplan vil erstatte behandling i generalforsamling der planen går ut på tiltak etter kapittel 10–12, jf. §§ 33 og 34. Foruten å forhindre at aksjonærene kan blokkere et rekonstruksjonsforslag unngår man også en dobbel avstemning der en vedtatt plan i neste omgang kan blokkeres av selskapets generalforsamling. Aksjonærene kan da tvinges med på tiltak som berører dem direkte, uten at de får en vetorett på generalforsamlingen. For en dissenterende fordringshaver er det imidlertid ikke tilstrekkelig at aksjonærene kan tvinges til å bidra, det avgjørende er hvilken dekning de er sikret. Dette er temaet for punkt 5.4.

5.4. Fordringshavernes beste interesse

5.4.1. Generelt

Som fremhevet i punkt 5.2, setter ikke prioritetsregelen begrensninger på hvor mye av eierandelene aksjonærene kan beholde ved gjennomtvingelse. Som en følge av dette er det bare testen av fordringshavernes beste interesse som direkte regulerer hvor mye av rekonstruksjonsoverskuddet som *kan* tilfalle aksjonærene.[274]

Testen er implementert som et vilkår i §§ 33 og 46 og vil i det følgende omtales som «vilkåret om fordringshavernes beste interesse». Etter § 33 tredje ledd kan en fordring ikke «stilles dårligere enn det som kan forventes ved konkurs eller ved det alternative sannsynlige utfallet dersom rekonstruksjonsforhandlingen ikke lykkes, med mindre fordringshaveren samtykker til dette». Vilkåret innebærer at én dissenterende fordringshaver har krav på dekning som *minst* tilsvarer forventet dekning i det mest sannsynlige alternativet til rekonstruksjonen. Samspillet mellom §§ 33 og 46 etablerer et vern i to trinn: Skyldneren kan i utgangspunktet ikke foreslå et tiltak som ikke består testen, jf. § 33 tredje ledd. Retten skal prøve vilkåret på begjæring av en dissenterende fordringshaver ved stadfestelsen, jf. § 46 nr. 5.

[273] Prop. 56 L (2025–2026) s. 87.
[274] Se om samspillet mellom prioritetsregelen og BIT-testen i punkt 3.2.2.

Vilkåret etablerer i praksis et individuelt minstevern (gulv) for hvilken verdi kreditorene må motta gjennom rekonstruksjonsplanen: Verdien som tilsvarer forventet alternativ dekning er forbeholdt kreditorene og kan ikke allokeres til aksjonærene. Hvis verdien av Lillevik Tech etter rekonstruksjonen er 150 og kreditorene i et realistisk alternativt scenario ville ha mottatt 100, innebærer regelen at aksjonærene aldri kan beholde verdier som overstiger 50, ettersom det da blir igjen mindre enn 100 til kreditorene. At vernet er individuelt innebærer at det også kan påberopes av en dissenterende kreditor selv om de er i en klasse som oppfyller vedtakelseskravet i § 41.

Ved prøving av vilkåret må det foretas en sammenligning mellom hvilken dekning fordringshaveren tilbys, og dekningen vedkommende ville fått i «det alternative sannsynlige utfallet dersom rekonstruksjonsforhandlingen ikke lykkes». Etter § 22 skal rekonstruktøren «verdsette skyldneres eiendeler» etter to verdier: (i) «verdien eiendelene antas å ha hvis rekonstruksjonsforhandlingen lykkes», og (ii) «verdien eiendelene antas å ha» ved konkurs eller «verdien ved det alternative sannsynlige utfallet».[275] Departementet legger til grunn at det er verdsettelse (ii) som skal danne utgangspunktet for vurderingen om vilkåret i § 33 tredje ledd er oppfylt.[276] Det synes dermed å være opp til rekonstruktøren å angi det mest sannsynlige alternative utfallet, og skyldneren utarbeider deretter planen med dette som sammenligningsgrunnlag.

Valget av sammenligningsgrunnlag er av avgjørende betydning for vilkårets praktiske rekkevidde. Hvilket grunnlag som anvendes, bestemmer hva som «låses» til fordringshaverne, og – tilsvarende – hvor stor del av rekonstruksjonsverdien som i teorien kan tilfalle aksjonærene. De to scenarioene drøftes i punktene 5.4.2 og 5.4.3 nedenfor.

5.4.2. Konkursscenarioet

I de fleste rekonstruksjonstilfellene vil konkurs være det mest sannsynlige alternative utfallet dersom rekonstruksjonsforhandlingene ikke lykkes.[277] Som forklart i punkt 3.2.2 innebærer sammenligningen med konkursscenarioet at den delen av selskapets verdi som fordringshaverne uansett ville fått ved konkurs er forbeholdt fordringshaverne og kan ikke fordeles til aksjonærene. Bestemmelsen fungerer som et minoritetsvern og skal sikre at

[275] Alternativet vil heretter omtales som *det alternative scenarioet.*
[276] Prop. 56 L (2025–2026) s. 63.
[277] Ibid s. 62–63.

fordringshaverne i alle tilfeller kommer minst like godt ut gjennom en rekonstruksjon som i en konkurssituasjon, og at fordringshaverne dermed ikke har en egeninteresse i å stemme ned planen og slå selskapet konkurs.

Når konkurs er alternativet til rekonstruksjon, gir vilkåret om fordringshavernes beste interesse pantesikrede kreditorer et sterkt vern så lenge panteobjektet er av tilstrekkelig høy verdi. Ved konkurs har panthaverne separatistrett og er sikret dekning gjennom panteobjektet.[278] Sammen med vilkåret om absolutt prioritet er enhver panthaver sikret mot å få mindre enn «full dekning» innenfor pantets verdi. Vernet er imidlertid betinget av pantets faktiske verdi og det er usikkerhet knyttet til realisasjonsverdier i en tvangssituasjon: salgstid, markedsforhold og realisasjonskostnader vil typisk innebære at panthavere i konkurs ikke nødvendigvis mottar full dekning av det underliggende kravet.

For skatte- og avgiftskrav vil minstedekningen avhenge av verdien av boets ubeheftede eiendeler og størrelsen på boutgiftene og andre massekrav. Som fremhevet gjennom konkursrådets undersøkelse i punkt 5.3.3 er det ikke gitt at skatte- og avgiftskravene ville mottatt noen særlig dekning ved konkurs. Dersom rekonstruksjonsforhandlinger åpnes tidlig – som er et uttalt mål med reglene – vil forventet konkursdekning derimot være høyere. Selv om klassen samlet har akseptert lavere enn full dekning, er det likevel ikke gitt at konkursscenarioet ville ha gitt én dissenterende kreditor høyere dekning. I slike tilfeller vil ikke vilkåret gi et ytterligere vern for én dissenterende kreditor.

For usikrede krav med prioritet som alminnelig konkursfordringer vil dekningen ved konkurs erfaringsmessig være lav, og konkursscenarioet gir følgelig ikke et sterkt vern for kreditorgruppen. Forventet konkursdekning må likevel vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle. Først må det vurderes hvilken stilling fordringen ville hatt i konkurs. Dekningen avhenger av (i) hva selskapets samlede eiendeler er verdt, og (ii) hvor mye av denne verdien som er forbeholdt dekning av sikrede og fortrinnsberettigede krav. Der rekonstruksjonsforhandlingen åpnes før skyldneren er insolvent kan det føre til høyere dividende til de usikrede kravene enn i et ordinært konkursscenario.

[278] Se nærmere om dekningen ved konkurs i punkt 2.2.4.

En høy dividende er likevel sjelden realistisk. Er differansen mellom verdien av selskapet i rekonstruert stand og likvidasjonsverdien stor, gir et lavt gulv rom for at en uforholdsmessig stor del av rekonstruksjonsoverskuddet kan allokeres til aksjonærene uten at de formelle stadfestelsesvilkårene er overtrådt. For de usikrede kreditorene kan det skape et press mot aksept – «ta imot eller få ingenting» – som undergraver vilkårets funksjon som reelt minoritetsvern, selv om den formelle testen er oppfylt. Et lavt gulv kan med andre ord brukes til å legitimere et resultat som reelt sett innebærer en urimelig verdioverføring fra de usikrede fordringshaverne til aksjonærene.

Et slikt utfall vil være problematisk der rekonstruksjonsforhandlinger innledes før selskapet er insolvent, og konkurs ikke nødvendigvis er det relevante alternativet dersom forhandlingene ikke lykkes. Alternative scenarioer til rekonstruksjonen kan være fortsatt drift, gradvis realisasjon av eiendeler eller refinansiering. Dersom retten likevel legger konkursscenarioet til grunn, sammenlignes planens tilbud med et scenario som ikke reflekterer den faktiske situasjonen selskapet står overfor. Det er her det andre alternativet – «det alternative sannsynlige utfallet» – er avgjørende: ikke fordi det hever et lavt gulv, men fordi det erstatter et uriktig sammenligningsgrunnlag med et mer treffende ett.

5.4.3. Det alternative scenarioet

I visse tilfeller skal kreditorens dekning etter rekonstruksjonsplanen, som nevnt, sammenlignes med hva dekningen ville vært i det «alternative sannsynlige utfallet», jf. §§ 33 og 46.[279] Det følger dermed av ordlyden at konkurs ikke alltid er det realistiske alternativet til rekonstruksjonen. Dette reiser spørsmålet om hva det alternative scenarioet kan være og hvordan det fastlegges. Ordlyden er vid og kan i prinsippet omfatte enhver realistisk situasjon som vil kunne inntreffe dersom planen stemmes ned: refinansiering, frivillig akkord, salg av virksomheten som helhet til en investor, eller en kombinasjon av slike tiltak.[280] Departementet fremhever som eksempel situasjoner der skyldneren har nok likviditet til å drive videre, og over tid selge unna eiendeler, presumtivt under en ordnet salgsprosess.[281] Da kan en usikret kreditor for eksempel oppnå bedre dekning ved en enkelt forfølgning enn ved en konkursbehandling.

[279] Heretter omtalt som det alternative scenarioet.
[280] Oppramsingen er eksemplifiserende og ikke en uttømmende liste.
[281] Prop. 56 L (2025–2026) s. 62.

Det er imidlertid ikke klart hvordan prøvingen skal foregå der rekonstruktøren og en dissenterende kreditor er uenige om hva det alternative scenarioet er. Rekonstruktøren kan for eksempel ha lagt til grunn salg av virksomheten samlet, mens kreditoren hevder at en alternativ rekonstruksjonsplan der vedkommende får høyere dividende er det alternative scenarioet. Hvordan skal retten da vurdere om vilkåret er oppfylt? Departementet har fremhevet at overprøving av verdsettelsen vil være mest aktuelt for panthavere, ettersom det «for de øvrige fordringshaverne vil være nokså klart om rekonstruksjonsplanen utgjør et bedre alternativ enn en mislykket rekonstruksjonsforhandling».[282]

Ingen av landene i utsynet i kapittel 4 har valgt å inkludere et alternativt scenario i testen, slik at en hypotetisk konkurs alltid er målestokken. Et relevant sammenligningsgrunnlag finnes derimot i britisk rett. Ved vedtakelsen av Corporate Insolvency and Governance Act i 2020, ble det inntatt en ny del 26A i Companies Act om rekonstruksjon. Et av vilkårene for gjennomtvingelse av en rekonstruksjonsplan er at en dissenterende fordringshaver ikke skal stilles «any worse off than they would be in the event of the relevant alternative», jf. Companies Act section 901G, (3) condition A. Det er opp til retten å avgjøre hva det relevante alternativet er, jf. Companies Act section 901G (4). Gjennom rettspraksis er det utviklet flere kriterier for vurderingen. I Waldorf-saken kom retten til at det alternative scenarioet ikke var «sufficiently clear, certain and defined for the purpose of satisfying its function in the statutory scheme. An inchoate alternative, even though it may be likely to be achieved, has not the characteristics required».[283] Det stilles dermed ikke bare krav til at alternativet må være sikkert og definert, men også at det må være tilstrekkelig velutviklet. Kravet om at alternativet må være tilstrekkelig utviklet og definert reflekterer en balanse mellom å beskytte uprioriterte fordringshavere mot urimelige rekonstruksjonsplaner og samtidig forhindre at vage eller spekulative påstander om hva som vil skje dersom rekonstruksjonen ikke blir noe av, undergraver prosessen.

Poenget med utsynet til britisk rett er ikke at kriteriene uten videre skal overføres til norsk rett, men å illustrere at uten klare kriterier kan alternativt scenario-vurderingen bli for spekulativ, eller at retten vil være tilbakeholden med å overprøve verdsettelsen.

[282] Prop. 56 L (2025–2026) s. 144.
[283] Re Waldorf Production UK Plc [2025] EWHC 2181 (Ch) (Waldorf).

5.4.4. Oppsummering og vurdering

Uansett hvilket av de to sammenligningsgrunnlagene som anvendes, forutsetter testen en sammenstilling av verdier: den dekningen fordringshaveren oppnår gjennom rekonstruksjonsplanen må holdes opp mot den dekningen vedkommende ville ha fått ved konkurs eller ved et alternativt sannsynlig utfall. For å gjøre en god sammenligning må man ha et tilstrekkelig klart sammenligningsgrunnlag. Uten kriterier for det alternative scenarioet vil det være opp til domstolens skjønn å gjennomføre sammenligningen. Skjønnsmessige kriterier kan som nevnt i punkt 5.2.2.2 være konflikt- og kostnadsdrivende og kan i sin tur føre til at alternativet ikke brukes i praksis. Et slikt utfall vil være uheldig fordi alternativet skal gi et sterkere vern mot at kreditorene overkjøres der konkurs reelt sett ikke er alternativet.

Dersom norsk rett utvikler klare kriterier for det alternative scenarioet, vil regelen kunne gi et reelt styrket vern for usikrede kreditorer. Uten slik rettslig veiledning er det imidlertid usikkert om regelen vil utvikle seg i denne retningen, eller om den – i tråd med departementets antakelse – i praksis vil begrense seg til verdsettelse av pant.

Avhengig av hvordan vilkåret om det alternative scenarioet håndteres, er det i utgangspunktet bare likvidasjonsverdien som er låst, slik at hele rekonstruksjonsoverskuddet i prinsippet kan tilfalle aksjonærene. Vilkåret om fordringshavernes beste interesse sikrer kreditorene likvidasjonsverdien, men sier lite om fordelingen av rekonstruksjonsoverskuddet. I utgangspunktet veier vilkåret ikke opp for fraværet av en prioritetsregel som regulerer aksjonærenes stilling. Spørsmålet er dersom om de øvrige reglene samlet sett kompenserer for dette.

5.5. Klasseinndeling og klassebasert avstemning

5.5.1. Vilkår for klasseinndelingen

Gjennomgangen av de nye lovreglene har hittil vist at det ikke finnes bestemmelser som direkte begrenser hvor stor del av rekonstruksjonsoverskuddet som kan tilfalle aksjonærene. Et sentralt spørsmål er derfor hvor stor risiko en kreditor har for å bli bundet av en slik rekonstruksjonsplan mot sin vilje. Risikoen beror i stor grad på reglene for klasseinndeling og avstemning: jo strengere krav for vedtakelse av planen, desto høyere terskel for å binde en dissenterende kreditor eller kreditorklasse til planen.

Som fremhevet i punkt 3.2.1 er formålet med klasseinndeling at like parter behandles likt og stemmer på lik linje.[284] Klasseinndeling er en nødvendig betingelse for å kunne forene hensynet til rettferdige avstemningsregler med behovet for at rekonstruksjonsplanen kan omfatte fordringer med ulik konkursprioritet. Klassebasert avstemning unngår at parter med ulik konkursprioritet og interesser kan overkjøre hverandre, og bidrar til å ivareta hensynet til en demokratisk og rettferdig avstemning.[285]

Utgangspunktet for klasseinndelingen er at stemmeberettigede fordringer «skal» deles inn i ulike klasser «hvis fordringene vil ha ulik stilling i konkurs», jf. § 35 første ledd. At det er konkursprioritet som er avgjørende understrekes av at «[p]antesikrede fordringer, fortrinnsberettigede fordringer og usikrede fordringer skal alltid deles inn i ulike klasser», jf. § 35 første ledd tredje punktum. Utgangspunktet er dermed at pantesikrede krav plasseres i én klasse, skatte- og avgiftskrav i en annen, og usikrede krav i en tredje.

Pantesikrede krav kan likevel måtte deles i flere klasser dersom panteobjektet eller pantets prioritet har betydning for kravets stilling i konkurs.[286] For eksempel der flere banker har pant i samme eiendom, men på ulik prioritet, skal disse plasseres i ulike klasser fordi de har «ulik stilling i konkurs». Videre følger det av § 35 tredje ledd at der pantobjektets rekonstruksjonsverdi ikke gir panthaver full dekning, skal den reelt usikrede delen av kravet plasseres i en klasse med usikrede fordringer.

Fordringer med lik konkursprioritet skal bare deles inn i ulike klasser dersom de tilbys «ulik løsning» i rekonstruksjonsplanen, jf. § 35 første ledd annet punktum. Ordlyden tilsier at der fordringer tilbys ulike oppgjør i planen, skal de også plasseres i ulike klasser. Departementet presiserer at både kvalitativt og kvantitativt ulike løsninger vil utløse krav om inndeling i ulike klasser.[287] Med kvalitativt ulike løsninger siktes det til der fordringshaverne tilbys ulik oppgjørsmekanisme.[288] Det vil for eksempel være tilfellet der obligasjonseiere tilbys gjeldskonvertering, mens leverandører tilbys en prosentvis reduksjon av kravet. Kvantitativt ulike løsninger er på sin side ment å ramme forslag der løsningen går ut på det samme, men er

[284] Prop. 56 L (2025–2026) s. 111.
[285] Ibid s. 110.
[286] Ibid.
[287] Ibid.
[288] Ibid s. 110–111.

av ulik relativ verdi til fordringen, for eksempel at obligasjonseiere tilbys 20 % dividende, mens leverandører tilbys 30 % dividende. [289]

Klasseinndelingen beror dermed på hvilke løsninger partene tilbys. Fordringshavere som tilbys ulik løsning er ikke i tilstrekkelig sammenlignbar posisjon og kan ikke stemme i samme klasse uten at det undergraver formålet med klasseinndelingen.[290] I utgangspunktet står skyldneren fritt til å foreslå ulik løsning til ulike fordringshavere med lik prioritet såfremt de er i ulike klasser. En slik løsning forutsetter imidlertid at samtlige klasser stemmer for planen ettersom likebehandlingskravet ved gjennomtvingelse ellers ikke vil være oppfylt, se punkt 5.6.

Klasseinndeling er obligatorisk når planen omfatter fordringer med ulik konkursprioritet, jf. § 35 første ledd.[291] Dersom klassereglene ses i sammenheng med muligheten til å la visse fordringer og parter være uberørt av planen, kan skyldneren fremdeles gjennomføre en rekonstruksjon med én enkelt klasse ved å holde resterende fordringer utenfor.[292] Det obligatoriske kravet om klasseinndeling har dermed begrenset praktisk betydning der planen begrenses til å omfatte én klasse med lik konkursprioritet. På denne måten kan rekonstruksjonen fremdeles gjennomføres gjennom en enklere prosess tilsvarende den midlertidige rekonstruksjonsloven, dersom skyldneren har behov for det. Der rekonstruksjonsplanen for eksempel bare skriver ned skatte- og avgiftskrav må imidlertid kreditorene stemme for planen, eller unntaksregelen i § 45 tredje ledd må være oppfylt, se punkt 5.2.2.2.

Aksjonærene har bare stemmerett når deres rettigheter påvirkes gjennom tiltak i § 33 første ledd nr. 2, og skal dermed kun deles inn i en egen klasse der det er tilfellet, jf. § 35 annet ledd. Departementet presiserer at tiltak der aksjonærene anses berørt *alltid* vil være «samme løsning for eierne», og det vil dermed ikke være noe grunnlag for å dele aksjonærene inn i ulike klasser.[293] Med dette menes at de foreslåtte tiltakene etter kapittel 10–12 nødvendigvis vil være det samme for aksjonærene, ettersom slike tiltak gjelder for hele aksjekapitalen.

[289] Prop. 56 L (2025–2026) s. 110.
[290] Ibid.
[291] I høringsnotatet 2023 foreslo departementet, i likhet med danske regler, å la klasseinndeling være valgfritt for SMB, men i høringsnotatet 2024 ble det foreslått obligatorisk klasseinndeling, som er videreført i loven.
[292] Prop. 56 L (2025–2026) s. 111.
[293] Ibid.

5.5.2. Flertallskrav for vedtakelse innad i en klasse

Klasseinndeling nødvendiggjør at det stemmes særskilt innad i hver klasse over rekonstruksjonsforslaget. Vedtakelsesprosessen har dermed to steg: (i) det må først oppnås tilstrekkelig flertall innad i hver enkelt klasse, og (ii) det må avgjøres om tilstrekkelig mange klasser har stemt for forslaget. Steg to av prosessen drøftes i punkt 5.5.3. Flertallskravene for steg én er regulert i § 41, og skiller mellom klasser med pantesikrede krav, øvrige fordringsklasser og klassen med aksjonærene.

For en klasse med pantesikrede fordringer oppstiller § 41 første ledd to alternative måter å oppnå tilstrekkelig flertall på. Etter første alternativ er flertallskravet oppfylt der fordringer som representerer «minst to tredeler av det samlede beløpet» har stemt for, jf. § 41 første ledd. Stemmeberegning ut fra samlet fordringsbeløp viderefører gjeldende rett, og sikrer at en fordringshaver med stor eksponering har tilsvarende innflytelse ved avstemningen. Dersom klassens samlede fordringer utgjør tre millioner, er flertallskravet oppfylt ved at panthavere med fordringer på til sammen to millioner stemmer for planen.

Etter annet alternativ er flertallskravet oppfylt der fordringer som representerer «minst tre firedeler av det samlede beløpet blant fordringshavere som har deltatt i avstemningen» stemmer for planen. Her skjerpes flertallskravet, men stemmeberegningen avgrenses til deltakende fordringer fremfor klassens totale beløp. Fordelen med denne beregningsmodellen er at man unngår at en klasse der deltakelsen er forventet å være lav hindres fra å tilfredsstille flertallskravet. Det kan for eksempel være tilfellet der klassen består av mange fordringer for små beløp og fordringshaverne derfor ikke anser det hensiktsmessig å delta i avstemningen. Samtidig skjerpes flertallskravet for å ivareta de panthaverne som av ulike grunner ikke har avgitt en stemme. Dersom klassens samlede fordringer er tre millioner og panthavere som representerer fordringer for to millioner deltar i avstemningen, er flertallskravet oppfylt hvis kreditorer med fordringer på 1,5 millioner stemmer for planen.

For øvrige fordringsklasser – herunder skatte- og avgiftskrav og usikrede fordringer – gjelder samme struktur som for panthaverklassen, men med lavere terskler. Etter første alternativ er flertallskravet oppfylt der «fordringshavere som representerer minst halvparten av klassens samlede fordringer, har stemt for planen» (simpelt flertall), jf. § 41 annet ledd første punktum. Terskelen svarer til flertallskravet etter rekonstruksjonsloven § 42, noe som er konsistent med at «andre fordringer» tilsvarer de fordringene som kan bindes av rekonstruksjonsplanen etter

rekonstruksjonsloven.[294] Etter § 41 annet ledd annet punktum skjerpes flertallskravet til «to tredeler av det samlede beløpet blant fordringshaverne som har deltatt i avstemningen». Begrunnelsen er den samme som for pantesikrede fordringer: et høyere flertallskrav beskytter de som ikke har avgitt stemme mot at et aktivt mindretall overstyrer dem.

For aksjonærklassen er kravet noe lempeligere: planen anses vedtatt der «minst halvparten av de avgitte stemmene og aksjekapitalen som har deltatt i avstemningen» har stemt for, jf. § 41 tredje ledd. Et strengere flertallskrav ville gitt aksjonærene uforholdsmessig stor innflytelse over en prosess som primært berører kreditorenes dekning. Videre er det styret i selskapet som utarbeider rekonstruksjonsplanen, og styret er valgt av aksjonærene slik at de allerede kan ha en indirekte innflytelse over planens innhold.[295]

Samlet sett er flertallskravene differensiert etter hvilken konkursprioritet fordringen har og gjenspeiler i stor grad dekningsrekkefølgen. Med unntak av skatte- og avgiftskrav som følger samme flertallskrav som usikrede fordringer. Jo høyere prioritet fordringen har, desto høyere er terskelen for å bli bundet mot sin vilje innad i klassen. Det prosessuelle vernet innad i klassene er dermed sterkest for pantesikrede fordringer og svakest for aksjonærene.

5.5.3. Flertallskrav for gjennomtvingelse

Utgangspunktet er at vedtakelse og stadfestelse av en rekonstruksjonsplan krever tilslutning fra samtlige klasser, jf. § 45 første ledd. Dersom planen ikke oppnår tilstrekkelig flertall innad i samtlige klasser etter § 41 kan planen likevel stadfestes ved gjennomtvingelse etter § 45 annet ledd. For en dissenterende klasse er dette det mest inngripende scenarioet, ettersom klassen bindes av planen til tross for at de har stemt mot.

Det mest sentrale vilkåret for gjennomtvingelse er, som nevnt, prioritetsregelen i § 45 annet ledd nr. 2, se punkt 5.2. I det følgende behandles de øvrige vilkårene for gjennomtvingelse, herunder hvilket flertall som kreves blant klassene. Disse øvrige vilkårene er av betydning for hvilken virkning det vil ha at prioritetsregelen ikke gjelder behandling relativt til aksjonærene.

[294] Altså usikrede fordringer og fortrinnsberettigede fordringer etter deknl. § 9-4 nr. 1, 3 og 4.
[295] Asl./asal. § 6-3 nr. 1 som slår fast at selskapets styre velges av generalforsamlingen, og §§ 5-1 og 5-2 fastslår at generalforsamlingen består av aksjonærene.

Etter § 45 annet ledd nr. 1 kan planen bare stadfestes ved gjennomtvingelse dersom den har fått tilslutning fra «flere enn halvparten av klassene». I praksis kan flertallskravet gi et relativt sterkt vern, særlig der antallet klasser følger hovedregelen og det høyst vil være fire klasser.[296] Der partene er delt i fire klasser må tre av klassene stemme for planen for at gjennomtvingelse skal være aktuelt. Vilkåret gir dermed et sterkere vern enn den amerikanske modellen, der det er tilstrekkelig at én klasse stemmer for planen.[297]

Der planen innebærer inngrep i krav «som kan forventes å få hel eller delvis dekning ved en konkurs», oppstiller § 45 annet ledd nr. 1 siste punktum et tilleggsvilkår om at minst én av de samtykkende klassene består av slike fordringer. Begrunnelsen er at klasser som uansett ikke ville fått dekning ved konkurs, vil ha alt å vinne på en vellykket rekonstruksjon. Slike klasser bør derfor ikke alene kunne tvinge gjennom en løsning overfor kreditorer med reell konkursinteresse. Vilkåret gjelder bare der planen faktisk berører slike fordringer, og er dermed ikke til hinder for at planen utelukkende berører uprioriterte fordringer som ikke ville fått noen dekning ved en konkurs.[298]

Videre følger det av § 45 annet ledd nr. 3 at ingen klasse skal få eller beholde «mer enn den fulle verdien av sine fordringer eller rettigheter». Begrensningen utgjør et «tak» på hvor mye en part kan tildeles og motvirker at enkelte klasser begunstiges på bekostning av andre, for eksempel ved at en klasse tilgodeses med verdier (som aksjer eller andre ytelser) som overstiger fordringens verdi.[299] For en dissenterende klasse er vilkåret ikke et vern i tradisjonell forstand (det begrenser primært fordelen andre klasser kan oppnå). Vilkåret hindrer samtidig også at skyldneren kan forfordele visse kreditorer med mer en full dekning for å sikre deres stemme, se mer om klassemanipulasjon i neste punkt.

5.5.4. Vern mot klassemanipulasjon

Risikoen for at en kreditor mot sin vilje bindes av en plan som overlater en større del av rekonstruksjonsoverskuddet til aksjonærene, påvirkes ikke bare av vedtakelseskravene. Den påvirkes også av i hvilken grad skyldneren kan utforme klassene på en måte som øker

[296] Etter hovedregelen om klasseinndeling skal inndelingen følge konkursprioriteten, og det kan derfor bare være fire klasser. Hvis skyldneren skal dele inn i flere klasser må enten de forskjellsbehandlede kreditorene samtykke, eller unntaksregelen fra likebehandlingsvilkåret må komme til anvendelse.
[297] Se punkt 4.2.2.1.
[298] Prop. 56 L (2025–2026) s. 137.
[299] Ibid s. 192.

sannsynligheten for at klassen stemmer for planen. Dette omtales som klassemanipulasjon, og sikter til tilfeller der skyldneren deler kreditorene inn i flere små klasser av stemmetekniske grunner fremfor klasser som gjenspeiler kreditorenes faktiske økonomiske posisjon.[300] Spørsmålet er i hvilken grad reglene om klasseinndeling og stadfestelse gir rom for slike taktiske tilpasninger.

Hovedregelen i § 35 første ledd om at klasseinndelingen tar utgangspunkt i konkursprioritet er et objektivt vilkår og åpner ikke for at skyldneren kan manipulere klasseinndelingen. Muligheten for klassemanipulasjon oppstår der skyldneren ønsker en ytterligere klasseinndeling, som forutsetter at fordringer med lik prioritet tilbys ulike løsninger, jf. § 35 annet punktum.

Problemstillingen kan illustreres med et eksempel: Rekonstruksjonsplanen berører skatte- og avgiftskrav og usikrede krav, mens aksjonærene er uberørte. Da vil det i utgangspunktet være to stemmeklasser og gjennomtvingelse er betinget av at begge klassene samtykker, jf. § 45 annet ledd. Dersom skyldneren forventer at den samlede gruppen av usikrede kreditorer vil stemme mot planen, kan skyldneren ha et insentiv til å dele den usikrede klassen i flere klasser. Skyldneren kan da enten (i) splitte klassen i to slik at kreditorer med store krav som er positive til planen fordeles så de er i flertall i begge klassene og samtlige klasser stemmer for,[301] eller (ii) konsentrere de positive kreditorene i én klasse slik at den klassen stemmer for og den andre usikrede klassen stemmer mot. Skyldneren vil da ha tre stemmeklasser med to samtykkende, og flertallskravet i § 45 annet ledd er oppfylt.

Skyldneren kan ikke fritt dele inn i klasser: ytterligere inndeling forutsetter reelt ulike oppgjør, enten kvalitativt eller kvantitativt.[302] Slike oppgjør utgjør et avvik fra likebehandlingsprinsippet, og klassen som behandles dårligere må enten samtykke eller avviket må passere gjennom unntaksvilkåret i § 45 annet ledd, se punkt 5.6. I tilfelle (ii) i avsnittet ovenfor innebærer dette at skyldneren ikke kan manipulere klassene uten saklig begrunnelse: dersom klassene behandles ulikt kun for å sikre flertall, vil likebehandlingskravet stenge for stadfestelse. Der forskjellsbehandlingen er forholdsmessig og formålstjenlig vil den trolig også være saklig. Dersom skyldneren klarer å samle

[300] Richter/Thery INSOL 2020 avsn. 120 s. 33.
[301] Ibid.
[302] Se punkt 5.5.1.

tilstrekkelig positive kreditorer og plasserer de slik at det er flertall i samtlige klasser, tilfelle (i), må ikke klasseinndelingen gjennom unntaksvilkåret og en slik klassemanipulasjon vil fremdeles være mulig.

Vilkåret om at ytterligere klasseinndeling krever at klassene tilbys reelt ulike oppgjør, kan da i flere tilfeller fungere som et vern mot klassemanipulasjon. I Sverige og USA kan ytterligere klasseinndeling av kreditorer med lik prioritet skje der inndelingen er basert på «likevärdige interessen»,[303] eller at kravene er «substantially similiar».[304] Der klasseinndelingen skjer ut fra ulike likheter blant kreditorene har skyldneren et større skjønn som også gir et større rom for hvordan den ytterligere klasseinndeling gjennomføres. Sammenlignet med den svenske og amerikanske modellen – der skyldneren selv definerer inndelingskriteriene innenfor lovens rammer – er det norske vilkåret om reelt ulike oppgjør et mer objektivt kriterium som begrenser rommet for taktisk inndeling.

Sjansen for at skyldneren finner kreditorer som er spesielt positive til planen utover økonomisk interesse begrenses ved at skyldnerens nærstående ikke har stemmerett, jf. § 38. Krav som er overdratt etter åpning av rekonstruksjonsforhandling, og kreditoren ved ervervelsen var klar over at begjæring om åpning hadde kommet inn til retten, har heller ikke stemmerett, jf. § 38 første og annet ledd. En kreditor kan dermed ikke kjøpe opp krav for å få større innflytelse over planen. Det kan likevel tenkes at skyldneren har kreditorer som har en særinteresse i at skyldneren drives videre. For eksempel dersom elektronikkproduktene til Lillevik Tech bruker et unikt batteri som de får spesiallaget hos en ekstern leverandør, så vil leverandøren ha et særlig insentiv til at skyldneren driver videre så de kan fortsette å levere batterier.

Dersom klassemanipulasjon likevel skulle forekomme skal retten etter § 46 nr. 2 ex officio prøve klasseinndelingen, og nekte stadfestelse dersom vilkåret ikke er oppfylt. Retten prøver imidlertid bare om vilkårene formelt er oppfylt, noe de som regel vil være. Bestemmelsen kan ikke brukes til å nekte stadfestelse basert på klassemanipulasjon. En kreditor er likevel vernet gjennom § 46 nr. 8 om rekonstruksjonsplanens rimelighet. Departementet fremhever at retten skal sensurere rekonstruksjonsplaner som har oppnådd tilstrekkelig flertall «ved at skyldneren

[303] Se punkt 4.3.1.
[304] Se punkt 4.2.1.

har manipulert klassesammensetningen ... på en måte som ikke fremstår rimelig».[305] Skyldneren skal begrunne valget av klasser i planen og der klasseinndelingen er motivert av å manipulere avstemningen vil det som regel skinne igjennom, f.eks. at de usikrede kreditorene er tilbudt marginalt ulike oppgjør uten en særlig begrunnelse. En dissenterende kreditor innad i en samtykkende klasse kan dermed påberope seg § 46 nr. 8 med henvisning til klassemanipulasjon.

Samlet sett tilsier kravet om inndeling etter konkursprioritet, vilkåret om reelt «ulik løsning» ved ytterligere inndeling, likebehandlingskravet og domstolens rimelighetskontroll at regelverket gir et relativt sterkt vern mot klassemanipulasjon. Vernet er likevel ikke absolutt: skyldneren kan manipulere avstemningen ved å sørge for at kreditorer som er positive til forslaget, er i flertall i samtlige klasser og planen dermed kan stadfestes uten gjennomtvingelse. I slike situasjoner vil gjennomslaget av vernet i praksis avhenge av hvor strengt rimelighetskravet håndheves ved stadfestelsen.

5.6. Likebehandling av kreditorene

Oppgaven behandler hovedsakelig tapsfordelingen på et vertikalt nivå, mellom kreditorer med ulik prioritet og mellom kreditorer og aksjonærer. Kravet om likebehandling på et horisontalt nivå er imidlertid en vesentlig del av kreditorenes vern mot gjennomtvingelse og behandles derfor kort.

For dissenterende klasser med pantesikrede fordringer krever § 45 annet ledd nr. 2 at klassen «behandles minst like fordelaktig som andre pantesikrede fordringer». For øvrige fordringsklasser gjelder et tilsvarende krav: den dissenterende klassen må behandles «minst like fordelaktig som andre fordringer med lik prioritet». Ordlyden «minst like fordelaktig» tilsier at løsningen må stille klassene som sammenlignes i like gode posisjoner, men ikke nødvendigvis at de skal motta samme løsning eller oppgjør.

I likhet med vilkåret om absolutt prioritet gjelder kravet om likebehandling bare for dissenterende klasser, og utgjør dermed ikke et individuelt kreditorvern. Fordi pantesikrede krav og skatte- og avgiftskrav allerede er beskyttet av prioritetsregelen – ved at de må få «full dekning» før lavere prioriterte klasser – vil likebehandlingskravet ha begrenset selvstendig

[305] Prop. 56 L (2025–2026) s. 145.

betydning for disse klassene. Kravet får derfor størst praktisk betydning for usikrede krav, som ikke har noen tilsvarende rett til full dekning.

I praksis kan det oppstå situasjoner der skyldneren har legitime grunner til å behandle kreditorer med lik prioritet ulikt. Fordi selskapet skal drives videre etter rekonstruksjonsforhandlingen kan det være viktig å bevare en god relasjon til driftskritiske kreditorer eller kunder, ved å tilby dem noe bedre dekning enn andre usikrede kreditorer. Likebehandlingskravet forutsetter da at den negativt forskjellsbehandlede klassen med usikrede fordringer enten (i) samtykker til forskjellsbehandlingen eller at (ii) unntaksvilkåret i § 45 tredje ledd kommer til anvendelse.

Unntaket gjelder på samme vilkår som for unntak fra absolutt prioritet.[306] Det må være «nødvendig for å nå målene med rekonstruksjonsplanen», og «ikke urimelig skader de berørte fordringshavernes rettigheter eller interesser», jf. § 45 tredje ledd. Departementet presiserer at unntak kan være aktuelt der forskjellsbehandlingen «er i kreditorfellesskapets interesse».[307] Eksempler på slik forskjellsbehandling er der det er «tvingende nødvendig å dekke enkelte krav for å kunne drive virksomheten videre i forhandlingsperioden» og «nødvendig å stille enkelte fordringshavere, slik som kunder, bedre».[308] Tanken synes derfor å være at det skal være adgang til å tilby kunder som har utestående krav mot selskapet, en bedre løsning enn for eksempel usikrede obligasjonseiere, og at dette kan være til kreditorfellesskapets beste fordi det øker sjansen for en vellykket rekonstruksjon. Slik forskjellsbehandling vil ha gode grunner for seg.

Et sentralt trekk ved likebehandlingskravet er at det, på samme måte som prioritetsregelen, gjelder behandlingen relativt til samtlige fordringer og ikke bare fordringene som berøres av planen. Likebehandlingskravet kan dermed ikke omgås på samme måte som de svenske reglene åpner for.[309] Dersom usikrede krav skal holdes helt uberørt må det da også følge av samtykke eller unntaksregelen. Der fordringshavere med lik prioritet tilbys ulike løsninger og plasseres i ulike klasser skal dette begrunnes i rekonstruksjonsplanen, jf. § 31 første ledd nr. 6 bokstav b. Retten kan da vurdere begrunnelsen opp mot unntaksvilkårene, som vil bidra til å

[306] Se punkt 5.2.2.3.
[307] Prop. 56 L (2025–2026) s. 139.
[308] Ibid s. 104.
[309] Se punkt 4.3.2.

sørge for at forskjellsbehandlingen er saklig.[310] Samlet gir likebehandlingskravet kreditorene et reelt vern mot vilkårlig horisontal forskjellsbehandling, mens unntaksregelen ivaretar behovet for fleksibilitet der særbehandlingen er begrunnet i kreditorfellesskapets felles interesse.

5.7. Rettens kontroll av planens rimelighet

5.7.1. Generelt

Selv om en plan oppfyller vilkårene for gjennomtvingelse eller til og med er vedtatt av samtlige klasser «skal» retten likevel nekte stadfestelse av planen dersom den finner at noen av tilfellene i § 46 er til stede. Overholdelse av vilkåret om fordringshavernes beste interesse og vilkårene for klasseinndeling er som nevnt tilfeller der retten *skal* nekte å stadfeste planen, jf. § 46 nr. 5 og 2.[311] For oppgavens problemstilling er det § 46 nr. 8 som er av særlig interesse, og spørsmålet i punkt 5.7.2 er om bestemmelsen kan ramme planer der fordelingen mellom kreditorene og aksjonærene fremstår urimelig.

Etter § 46 nr. 8 «skal» retten nekte stadfestelse hvis den «finner at det vil virke støtende å stadfeste rekonstruksjonsplanen, eller at den ikke er rimelig». Ordlyden «virke støtende» tilsier at stadfestelse vil kunne oppfattes krenkende utad. Vilkåret er videreført fra rekonstruksjonsloven § 48, og etter forarbeidene er det «særlig hensynet til allmennheten» som får betydning.[312] Vilkåret retter seg primært mot planer som støter an mot «den allmenne betalingsmoralen»,[313] snarere enn mot individuelle kreditorinteresser.

Ordlyden «rimelig» gir anvisning om at det må foretas en skjønnsmessig helhetsvurdering av om planen samlet sett fremstår som fornuftig. Vilkåret er også videreført fra rekonstruksjonsloven § 48, men departementet har valgt å slå sammen vilkårene «rimelig og rettferdig» til ett vilkår om rimelighet, uten at dette er ment å innebære en realitetsendring.[314] Etter forarbeidene til rekonstruksjonsloven gir vilkåret «hovedsakelig et mindretallsvern».[315]

[310] Prop. 56 L (2025–2026) s. 105.
[311] Se henholdsvis punkt 5.4 og 5.5.4.
[312] Prop. 75 L (2019–2020) s. 73.
[313] Ibid
[314] Prop. 56 L (2025–2026) s. 144.
[315] Prop. 75 L (2019–2020) s. 73.

Det er dermed rimelighetsvilkåret som er aktuelt å påberope for en dissenterende kreditor som mener at rekonstruksjonsoverskuddet i for stor utstrekning tilfaller aksjonærene. [316]

5.7.2. Kan retten nekte stadfestelse basert på en skjevfordeling mellom kreditorene og aksjonærene?

Spørsmålet er i hvilke tilfeller det kan være aktuelt at retten sensurerer planen, og hvorvidt rimelighetskravet får selvstendig betydning ved siden av prioritetsregelen og vilkåret om fordringshavernes beste interesse. Dette er et spørsmål om når det vil virke «ikke ... rimelig» å stadfeste en rekonstruksjonsplan som følge av at kreditorene må tåle nedskriving eller konvertering uten at aksjonærene blir fullstendig utvannet.

Departementet fremhever at rimelighetskravet «først og fremst [må] vurderes opp mot vilkårene i nr. 5», altså vilkåret om fordringshavernes beste interesse.[317] Hvis planen tilfredsstiller kravet til fordringshavernes beste interesse, slik at dissenterende kreditorer ikke stilles dårligere enn om det ikke blir noe av den foreslåtte planen, kan den dermed ikke i utgangspunktet nektes stadfestelse alene basert på at løsningen likevel ikke er rimelig.[318] Departementet presiserer imidlertid at der planen pålegger fordringshaveren «tiltak som i praksis ville være svært byrdefulle» eller «en løsning som rammer vedkommende ulikt enn andre fordringshavere i samme klasse», kan planen være urimelig selv om vilkåret om fordringshavernes beste interesse er oppfylt.[319] Ved siden av vilkåret om fordringshavernes beste interesse får dermed rimelighetsvilkåret begrenset selvstendig betydning.

Rimelighetsvurderingen kan også sensurere rekonstruksjonsplaner som har oppnådd tilstrekkelig flertall «ved at skyldneren har manipulert klassesammensetningen ... på en måte som ikke fremstår som rimelig».[320] Det synes dermed at tilfeller der en dissenterende kreditor mener at flertallet i klassen kom til fordi klassen var taktisk satt sammen, skal rammes av § 46 nr. 8 og ikke nr. 2.

[316] Rekonstruktøren og kreditorutvalget kan også fremme innsigelse om at planen er støtende eller urimelig, jf. § 46 nr. 8. For oppgavens problemstilling er det imidlertid mest praktisk at en kreditor fremmer slik innsigelse.
[317] Prop. 56 L (2025–2026) s. 145.
[318] Ibid.
[319] Ibid.
[320] Ibid.

Spørsmålet er så om vilkåret vil ramme planer der fordelingen mellom kreditorene og aksjonærene fremstår urimelig. For eksempel fordi kreditorene kun får verdier som tilsvarer dekningen ved konkurs, og aksjonærene får hele rekonstruksjonsoverskuddet. Departementet legger til grunn at § 46 nr. 8 i «særlige tilfeller vil kunne ramme rekonstruksjonsplaner som innebærer en urimelig fordeling av tapet mellom aksjeeierne og fordringshaverne».[321] Henvisningen til «særlige tilfeller» tilsier at det vil være en høy terskel for at en plan kan nektes stadfestelse basert på at fordelingen mellom aksjonærene og kreditorene alene er urimelig.

En høy terskel gir mening, ettersom departementet forkastet å foreslå en prioritetsregel som omfattet aksjonærene.[322] Det ville ha vært inkonsistent med dette å ha en lav terskel for å nekte stadfestelse der aksjonærene får beholde verdier. Det er likevel grunn til å påpeke at departementet kunne kommet med et eksempel på et slikt «særlig tilfelle», da ville man hatt et signal om hvor terskelen ligger, som vil bidra til å sette rammene for forhandlingene. Etter mitt syn vil en rekonstruksjonsplan som holder aksjonærene uberørt, selv om ikke samtlige aksjonærer er driftskritiske, samtidig som usikrede kreditorer kun blir tilbudt dividende tilsvarende konkursscenarioet lettere kunne fremstå urimelig. De usikrede kreditorene bærer da tapet ved rekonstruksjonen, mens hele oppsiden ved rekonstruksjonen (rekonstruksjonsoverskuddet) tilfaller aksjonærene, som ikke har tatt tap.

En slik rekonstruksjonsplan kan stadfestes ved gjennomtvingelse der pantesikrede krav og skatte- og avgiftskrav får full dekning, men må tåle en betalingsutsettelse, og de usikrede kreditorene får dekning tilsvarende konkursscenarioet. Klassene med pantekrav og skatte- og avgiftskrav får full dekning og har ingen grunn til å stemme ned planen, og planen kan da tvinges gjennom overfor den usikrede klassen. For de usikrede kreditorene gir ikke prioritetsregelen noe vern fordi de er den laveste prioriterte klassen, vilkåret om fordringshavernes beste interesse er også oppfylt ettersom dekning er lik dekningen de kan forvente ved konkurs.

Departementet antar som nevnt at «de fleste skyldnere vil være tjent med å fordele tapet ... mellom fordringshaverne og skyldneren på en rimelig måte, for å få tilstrekkelig tilslutning til

[321] Prop. 56 L (2025–2026) s. 137.
[322] Høringsnotatet 2023 s. 102.

rekonstruksjonsplanen».[323] Uttalelsen kan tas til inntekt for at en balansert plan gjerne vil innebære at aksjonærene også tar tap. En plan som skissert ovenfor kan trolig rammes av særlige tilfeller og nektes stadfestelse etter § 46 nr. 8, men uten nærmere veiledning fra departementet er det vanskelig å si med sikkerhet. Utgangspunktet synes derfor å være at det er prioritetsregelen, vilkåret om fordringshavernes beste interesse og reglene for klasseinndeling og avstemning som indirekte regulerer fordelingen mellom aksjonærene og kreditorene. Det synes dermed som at § 46 nr. 8 bare i ytterste tilfelle kan sensurere planer der aksjonærene beholder store verdier på bekostning av kreditorene.

5.8. Betydningen av at aksjonærene er unntatt prioritetsregelen

Som redegjort for i punkt 5.1 og 5.2, er det mest påfallende trekket ved prioritetsregelen i § 45 annet ledd ikke hva den regulerer, men hva den unnlater å regulere: fordelingen mellom fordringshaverne og aksjonærene. Kapittel 5 har analysert de øvrige reglene som i kombinasjon setter rammene for denne fordelingen. Formålet med dette punktet er å samle trådene og vurdere hva fraværet av en prioritetsregel mellom kreditorer og aksjonærer faktisk innebærer for minoritetsvernet.

Analysen viser at ingen av de øvrige reglene i konkursloven direkte regulerer i hvilken grad aksjonærene kan beholde verdier på bekostning av kreditorene. Vilkåret om fordringshavernes beste interesse setter et gulv – aksjonærene kan ikke beholde verdier som ville ha tilfalt kreditorene ved konkurs – men gulvet kan være lavt der konkursalternativet gir usikrede kreditorer liten dekning, se punkt 5.4.2. Rimelighetsvilkåret i § 46 nr. 8 kan i «særlige tilfeller» ramme ekstreme fordelingsskjevheter, men terskelen er høy og veiledningen sparsom, se punkt 5.7.2. Klassereglene og flertallskravene gir et prosessuelt vern mot at skyldneren kan tvinge gjennom en plan uten tilstrekkelig støtte, men hindrer ikke i seg selv at det aksepterende flertallet stemmer for en plan som gir aksjonærene uforholdsmessig store verdier.

Resultatet er at rekonstruksjonsoverskuddet i prinsippet kan tilfalle aksjonærene i sin helhet, uten at noen enkeltbestemmelse direkte regulerer omfanget av dette, og uten at det kreves noen begrunnelse for aksjonærenes verdibevaring. Departementets antakelse om at rettferdig fordeling normalt vil fremforhandles, er som påpekt i punkt 5.2.3, lite overbevisende nettopp i

[323] Prop. 56 L (2025–2026) s. 137.

de tilfellene gjennomtvingelse er aktuelt. Det er i slike tilfeller der forhandlinger ikke har lykkes og en avtale ikke er oppnådd, at fraværet av et slikt krav gjør seg sterkest gjeldende.

Fraværet av en prioritetsregel mellom kreditorene og aksjonærene skaper dermed en svakhet i minoritetsvernet, og står i klar kontrast til den amerikanske modellen med en svært snever unntaksregel, se punkt 4.2.2.3. Sammenlignet med Rekonstruksjonsdirektivets modeller og den svenske regelen er kontrasten imidlertid ikke like stor. Selv om reglene formelt sett er utformet mer restriktivt enn den norske prioritetsregelen, undergraves dette vernet gjennom tolkningsproblemet knyttet til «lavere prioriteret klasse», se punkt 3.3.6.1 og 4.3.2. I praksis kan aksjonærene holdes uberørt uten å rammes av unntaksregelen. Det avgjørende skillet mellom disse modellene og den norske utfomingen er ikke graden av restriktivitet, men kilden til fleksibilitet. Der direktivets og det svenske systemets fleksibilitet er tolkningsskapt – en omgåelsesmulighet som lovgiver ikke eksplisitt har autorisert – representerer den norske regelen et eksplisitt lovgivervalg.

En slik tilnærming gir bedre forutberegnelighet ved anvendelsen av regelen ved at rammene for forhandlingene er klare: aksjonærene er unntatt prioritetsregelen. Dette forenkler rekonstruksjonsforhandlingene og tilrettelegger for at aksjonærene har insentiver til å delta. Ulempen er at mindretallet av kreditorer i en dissenterende klasse – typisk usikrede fordringshavere – ikke har noe direkte rettskrav på deler av merverdien som rekonstruksjonen genererer sammenlignet med konkurs. Balansen mellom fleksibilitet for skyldneren og vern for kreditorene er dermed forskjøvet i aksjonærenes favør.

Lovendringene styrker for øvrig kreditorvernet på andre punkter, blant annet gjennom klarere kriterier for klasseinndeling og et strengt flertallskrav ved gjennomtvingelse, sammenlignet med reguleringen i Chapter 11, se punkt 4.2.2.1. Det er likevel grunn til å spørre om disse reglene er tilstrekkelig til å kompensere for fraværet av en prioritetsregel som regulerer fordelingen mellom kreditorene og aksjonærene. Etter mitt syn gir den gjeldende utformingen ikke et tilstrekkelig reelt vern i tilfeller der usikrede kreditorer reelt sett bærer tapet ved rekonstruksjonen, mens aksjonærene beholder oppsiden – uten at det kreves noen begrunnelse for at dette er nødvendig eller forholdsmessig for rekonstruksjonens formål.

6. Avsluttende bemerkninger

6.1. Hovedfunn og konklusjoner

Oppgaven har undersøkt hvordan prioritetsregler kan regulere fordelingen av det økonomiske tapet mellom kreditorene og aksjonærene i en rekonstruksjon med tvangsakkord. Siktemålet har vært todelt: å kartlegge reguleringsmodellene og mulighetsrommet for utformingen av prioritetsregelen ved rekonstruksjon i en internasjonal kontekst, og deretter å analysere og identifisere styrker og svakheter ved konkurslovens utforming av prioritetsregelen i lys av minoritetsvernet for dissenterende kreditorer. De viktigste funnene fra de tre delproblemene er følgende.

Første delproblem gjaldt hva som er utgangspunktet for prioritetsreglene i konkurs, og hvilke hensyn som kan begrunne ulike fordelingsprinsipper i konkurs og rekonstruksjon. Kapittel 2 viste at konkursrettens fordelingsprinsipper og prioritetshierarki ikke uten videre kan overføres til rekonstruksjon. Konkursreglene skal være forutberegnelige og det er lite behov for fleksibilitet sammenlignet med rekonstruksjonsreglene der fleksible regler er grunnlaget for effektive rekonstruksjoner. Dessuten kan en vellykket rekonstruksjon være avhengig av aksjonærenes medvirkning, og reglene må utformes slik at aksjonærene har insentiver til å samarbeide. Lite forutberegnelige regler i rekonstruksjon kan imidlertid ha innvirkning på kredittmarkedet, og kjernen i utfordringene rundt utformingen av prioritetsreglene er avveiningen mellom forutberegnelighet for kreditorene og fleksibilitet i forhandlingene.

Andre delproblem gjaldt hvilke modeller som finnes for prioritetsregelen og hvordan de balanserer de kryssende hensyn. Kapittel 3 viste at ingen av Rekonstruksjonsdirektivets tre modeller løser avveiningen mellom fleksibilitet og forutberegnelighet uten kompromisser. APR gir sterkest kreditorvern og forutberegnelighet, men kan svekke aksjonærenes samarbeidsvillighet. RPR gir størst fleksibilitet, men uklare kriterier og sammenligningsstandarder gjør regelen lite forutsigbar. Relaxed APR kan utgjøre et kompromiss, men hvor vellykket den balanserer kryssende hensyn avhenger av hvordan unntaksvilkårene utformes. Forutberegneligheten ved APR og relaxed APR kan imidlertid svekkes betraktelig dersom reglene åpner for omgåelse ved å la aksjonærene være uberørt av planen.

Kapittel 4 viste at ingen av de undersøkte landene la opp til en unntaksfri APR der aksjonærene må nulles dersom planen stadfestes ved gjennomtvingelse. Landene åpner imidlertid for dette på ulike måter. Unntaksregelen i Chapter 11 er svært streng og åpner bare for unntak der det er helt nødvendig for rekonstruksjonen, og aksjonærene må betale markedspris for aksjene de beholder slik at selskapet tilføres ny kapital. De svenske reglene er tilsynelatende forutberegnelige for kreditorene, men muligheten for omgåelse gir skyldneren stor fleksibilitet i utformingen av planen ved å kunne velge å holde aksjonærene helt uberørt. De danske reglene er restriktive og har lite fleksibilitet i hvilke kreditorer som kan påvirkes og hvilke tiltak som kan gjennomføres, slik at en eksplisitt prioritetsregel ikke er nødvendig.

Tredje delproblem gjaldt hvilke begrensninger prioritetsregelen i konkursloven § 45 setter på tapsfordelingen og hvordan regelen virker sammen med øvrige regler. Kapittel 5 viste at prioritetsregelen bygger på en relaxed APR-tilnærming, men med det særtrekket at aksjonærene er eksplisitt unntatt fra regelens virkeområde. Av reglenes øvrige mekanismer er det bare er vilkåret om fordringshavernes beste interesse som i begrenset grad påvirker hvor stor andel av rekonstruksjonsoverskuddet som aksjonærene kan beholde. Rimelighetsvilkåret i § 46 nr. 8 kan bare i «særlige tilfeller» sensurere en plan som innebærer en urimelig tapsfordeling mellom kreditorene og aksjonærene, og terskelen er bevisst lagt høyt. Utformingen av prioritetsregelen representerer et avvik fra hva som må anses som internasjonal «best practice». De øvrige mekanismene kompenserer ikke fullt ut for denne svakheten i minoritetsvernet.

Samlet gir analysen grunnlag for å besvare oppgavens hovedproblemstilling: Prioritetsregler kan regulere tapsfordelingen mellom kreditorene og aksjonærene på svært ulike måter, der valget av modell innebærer grunnleggende avveininger mellom forutberegnelighet for kreditorene og fleksibilitet for skyldneren. Funnene fra kapittel 2 til 5 viser at ingen av de tilgjengelige modellene løser denne spenningen uten kompromisser, og at det reelle spørsmålet ikke er *om* aksjonærene skal kunne beholde eierinteresser – men *på hvilke vilkår* dette skal skje. Lovgivers valg om å unnta aksjonærene eksplisitt fra prioritetsregelen i § 45 representerer et tydelig standpunkt i denne avveiningen: fleksibilitet prioriteres fremfor kreditorvern. Valget kan ikke begrunnes i Rekonstruksjonsdirektivets modeller og avviker fra løsningene i de undersøkte landene i kapittel 4. Utformingen gir forutberegnelige rammer for forhandlingene, men innebærer at dissenterende kreditorer er henvist til et minoritetsvern som

ikke fullt ut kompenserer for fraværet av en direkte regulering av fordelingen mellom kreditorene og aksjonærene.

Eksempelet med Lillevik Tech AS illustrerer konklusjonens kjerne: rekonstruksjonsoverskuddet på 50 millioner kan etter konkurslovens nye regler i prinsippet tilfalle aksjonærene i sin helhet, selv der en kreditorklasse stemmer mot planen og kreditorene kun tilbys dekning tilsvarende konkursscenarioet. Ingen enkeltbestemmelse regulerer direkte omfanget av aksjonærenes verdibevaring i et slikt tilfelle, og de øvrige mekanismene gir som vist ikke et tilstrekkelig kompenserende vern.

6.2. Diskusjonen rundt fortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav

Departementets valg om å gjeninnføre fortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav ble gjenstand for debatt etter at proposisjonen ble fremlagt.[324] Det kom tre skriftlige høringsinnspill til proposisjonen hvor samtlige tok til orde for å videreføre unntaket fra fortrinnsretten.[325] På denne bakgrunnen fremmet Justiskomiteens flertall forslag om et nytt fjerde ledd i dekningsloven § 9-4: «[F]ortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav etter første ledd nr. 1, 3, og 4 gjelder ikke ved rekonstruksjon som åpnes etter reglene om rekonstruksjonsforhandlinger i konkursloven».[326] Forslaget ville ha videreført rettstilstanden etter rekonstruksjonsforskriften § 1 og gjort unntaket til en permanent del av det nye regelverket. Før førstegangsbehandling i Stortinget fremmet Arbeiderpartiet et løst forslag om å utrede spørsmålet nærmere, fremfor å lovfeste en endring umiddelbart. MDG, som opprinnelig støttet komiteens forslag, snudde. Ved skarp dissens ble forslaget nedstemt med 49 mot 52 stemmer, mens forslaget om å utrede unntak fra fortrinnsretten nærmere ble stemt gjennom.[327]

Et sentralt argument for at MDG gikk bort fra sitt opprinnelige synspunkt var at en lovendring på potensielt mangelfullt grunnlag kan få uante konsekvenser for tilgrensende regler.[328] Dersom fortrinnsretten hadde blitt opphevet ved en ensidig endring i dekningsloven ville det hatt særlig to innvirkninger på de nye reglene i konkursloven. For det første ville deler av unntaksregelen i § 45 tredje ledd blitt overflødig. Bestemmelsen åpner i praksis bare for

[324] Rett 24, «Dette må ikke bli vedtatt».
[325] Advokatforeningen-, SMB Norge- og Virke høringsinnspill 2026.
[326] Innst. 355 L (2025–2026) s. 57.
[327] Voteringsoversikt 09.06.2026.
[328] Referat fra stortingsmøte 08.06.2026 og Rett 24, «Jeg beklager at det ble sånn nå».

unntak fra vilkåret om at skatte- og avgiftskrav må dekkes fullt ut før usikrede krav kan dekkes, se punkt 5.2.2.3. Prioritetsregelen ville da kun omfattet pantesikrede krav og usikrede krav, og ettersom det ikke er aktuelt med unntak fra pantesikrede kravs rett til full dekning, ville unntaksregelen bare blitt virksom for unntak fra kravet til likebehandling. Stortingets anmodning om utredning og den skarpe dissensen kan inntil videre utredning tilsi at terskelen for unntak ikke skal ligge for høyt, slik at unntaksregelen blir virksom.

For det andre ville det oppstått en ytterligere tolkningstvil knyttet til vilkåret om fordringshavernes beste interesse i §§ 33 og 46, se punkt 5.4. Dersom fortrinnsretten oppheves ved rekonstruksjon, men bevares i konkurs, reiser det spørsmål om hvordan konkursscenarioet skal forstås for skatte- og avgiftskrav. I et konkursscenario vil skatte- og avgiftskreditorene ha rett til full dekning før usikrede kreditorer, jf. dekningsloven § 9-4. Hvis vilkåret forstås strengt etter ordlyden, vil unntaket fra fortrinnsretten i praksis bli virkningsløst: kreditoren vil uansett ha krav på dekning i samsvar med konkursdekningen, og dermed en vetorett mot planer som skriver ned deler av kravet. Dersom vilkåret forstås slik at fortrinnsretten er opphevet også i relasjon til forventet konkursdekning, vil sammenlikningsgrunnlaget bli kunstig lavt. Da kan skatte- og avgiftskreditorene være bedre tjent ved å slå selskapet konkurs. Dette vil undergrave hele formålet med vilkåret om fordringshavernes beste interesse som minimumsvern.

Det bemerkes også at en opphevelse av fortrinnsretten ikke nødvendigvis vil bedre dekningen til usikrede kreditorer: ettersom aksjonærene er unntatt prioritetsregelen i § 45 annet ledd kan den frigjorte rekonstruksjonsverdien i prinsippet tilfalle aksjonærene, slik at de får beholde verdier på bekostning av det offentliges dekning.

Dette illustrerer godt hvor komplekst regelverket er og at reglene må sees i sammenheng. En isolert endring i reglene eller tilgrensende regelverk kan få utilsiktede konsekvenser for øvrige regler. Som jeg fremhevet i punkt 5.3.3 er det likevel gode grunner til å oppheve fortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav. Opphevelsen må imidlertid gjøres på en måte som ivaretar sammenhengen i regelverket, noe Regjeringen nå har god anledning til.

6.3. Ubesvarte spørsmål

De nye reglene åpner for særlig tre tilfeller som kan bli problematiske. For det første kan gjeninnføringen av fortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav vanskeliggjøre vellykkede rekonstruksjoner ved at en større del av rekonstruksjonsverdien er låst til skatte- og avgiftskrav. I dette tilfellet har lovgiver valgt bort fleksibilitet til fordel for et prioritetshierarki etter konkurs. Spørsmålet skal imidlertid utredes og siste ord er ikke sagt i fortrinnsrettdebatten.

For det andre er det knyttet usikkerhet til hvilke tilfeller som vil kvalifisere til rettens rimelighetssensur etter § 46. nr. 8 og hvorvidt vilkåret faktisk fungerer som en sikkerhetsventil for dissenterende kreditorer. Sammenholdt med manglende veiledning for det nest beste alternativet legger vilkårene opp til at det blir opp til domstolene å utforme kriteriene. På et rettsområde som rekonstruksjon der det er få årlige saker kan det bety at det vil ta svært lang tid før det fester seg en praksis blant domstolene. I mangel på veiledning kan også retten være tilbakeholden med å overprøve planer som i utgangspunktet kan vedtas etter § 46 nr. 8, og å overprøve rekonstruktørens verdsettelser i forbindelse med det nest beste alternativet.

For det tredje har departementet tatt et tydelig standpunkt om at aksjonærene som utgangspunkt skal få beholde eierandeler ved å unnta aksjonærene fra prioritetsreglenes virkeområde. Det er en mer aksjonærvennlig tilnærming enn den som følger av direktivet og de undersøkte landene i kapittel 4. Departementet antar at de fleste skyldnere likevel vil være tjent med å fordele tapet på en rimelig måte for å få tilstrekkelig tilslutning for planen, og legger til grunn at fordelingen vil løses gjennom forhandlinger. Begrunnelsen til departementet er imidlertid noe knapp og det er tilsynelatende ikke tatt hensyn til tilfeller der aksjonærene ikke er driftskritiske eller nødvendige for en vellykket rekonstruksjon. Departementets antakelse om at fordelingsproblemet vil løses gjennom balanserte planer hviler dermed på en forutsetning som de nye reglene ikke sikrer, men bare muliggjør. Det gjenstår å se om departementets antakelse om at balanserte planer vil løses gjennom forhandlinger holder i møte med virkeligheten, eller om fraværet av en direkte regulering vil gå på bekostning av kreditorenes minoritetsvern.

Litteraturliste

Norske lover og forskrifter

Kortform	**Fullt navn**
Aksjeloven	Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (asl.).
Allmennaksjeloven	Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (asal.).
Dekningsloven	Lov av 8. juni 1984 nr. 59 om fordringshavernes dekningsrett (deknl.).
Konkursloven	Lov av 8. juni 1984 nr. 58 om gjeldsforhandling og konkurs (kkl.).
Panteloven	Lov 8. februar 1980 nr. 2 om pant (pantel.).
Rekonstruksjonsforskriften	FOR-2025-06-23-1189 – Forskrift om midlertidig unntak fra prioritetsreglene under rekonstruksjon etter midlertidig lov om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19.
Rekonstruksjonsloven	Lov 7. mai 2020 nr. 38 Midlertidig lov om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19 (rekl.).
Tvangsfullbyrdelsesloven	Lov 26. juni 1992 nr. 86 om tvangsfullbyrdelse (tvangsloven).
Lov om finansiell sikkerhetsstillelse	Lov 26. mars 2004 nr. 17 om finansiell sikkerhetsstillelse.

Norske forarbeid, høringer og utredninger

Kortform	Fullt navn
Andenæs utredning 2010	Andenæs, Mads Henry, Norsk internasjonal insolvensrett, Utredning oppnevnt av Justisdepartementet i februar 2009, avgitt 2010.
Høringsnotat 2023	Høringsnotat, Endringer i konkursloven mv. (rekonstruksjon), Justis- og beredskapsdepartementet 2023.
Høringsnotat 2024	Høringsnotat, Rekonstruksjonsforhandling – enkelte spørsmål om stemmerett, klasseinndeling og vedtakelse (sikrede fordringshaveres stilling mv.), Justis- og beredskapsdepartementet 2024.
Innst. 355 L (2025–2026)	Innst. 355 L (2025–2026) Innstilling fra justiskomiteen om Endringer i konkursloven mv. (rekonstruksjonsforhandling).
Lovvedtak 79 (2025–2026)	Lovvedtak 79 (2025-2026) Endringer i konkursloven mv. (rekonstruksjonsforhandling).
NOU 1972: 20 Brækhusutvalget	NOU 1972: 20 Gjeldsforhandling og konkurs.
NOU 1993: 16 Falkangerutvalget	NOU 1993: 16 Etterkontroll av konkurslovgivningen m.v.
Ot.prp. nr. 26 (1998–1999)	Ot.prp. nr. 26 (1998–1999) Om lov om endringer i konkurs- og pantelovgivningen m.v.
Prop. 56 L (2025–2026)	Prop. 56 L (2025–2026) Endringer i konkursloven mv. (rekonstruksjonsforhandling).
Prop. 68 L (2024–2025)	Prop. 68 L (2024–2025) Endringar i rekonstruksjonslova (forlenging av tida lova skal gjelde).

Prop. 75 L (2019–2020)	Prop. 75 L (2019–2020) Midlertidig lov om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19 (rekonstruksjonsloven).
Villars-Dahl 2016	Villars-Dahl, Leif, Rekonstruksjon i turbulente tider – dynamiske virkemidler ved økonomiske problemer, avgitt til Justis- og beredskapsdepartementet 29. februar 2016.

Utenlandske lover og forarbeider

Kortform	**Fullt navn**
EU	
Forslag til rekonstruksjonsdirektivet 2016	Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om rammer for forebyggende rekonstruktion, muligheden for en ny chance og foranstaltninger med henblik på mere effektive procedurer for rekonstruktion, insolvensbehandling og gældssanering og om ændring af direktiv 2012/30/EU, COM/2016/0723 final - 2016/0359 (COD).
Forslag til rekonstruksjonsdirektivet 2018	Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om rammer for forebyggende rekonstruktion, muligheden for en ny chance og foranstaltninger med henblik på mere effektive procedurer for rekonstruktion, insolvensbehandling og gældssanering og om ændring af direktiv 2012/30/EU – Generel indstilling, 12536/18.

Rekonstruksjonsdirektivet	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2019/1023 af 20. juni 2019 om rammer for forebyggende rekonstruktion, gældssanering og udelukkelse og om foranstaltninger med henblik på mere effektive procedurer for rekonstruktion, insolvensbehandling og gældssanering og om ændring af direktiv (EU) 2017/1132 (rekonstruktions- og insolvensdirektivet).
Direktiv (EU) 2013/34	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/34/EU af 26. juni 2013 om årsregnskaber, konsoliderede regnskaber og tilhørende beretninger for visse virksomhedsformer, om ændring af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/43/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 78/660/EØF og 83/349/EØF EØS-relevant tekst.

Tyskland

Insolvenzordnung	Insolvenzordnung vom 5. Oktober 1994 (BGBl. I S. 2866).
StaRUG	Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz – StaRUG) vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256).

USA

USBC Chapter 11	U.S. Bankruptcy Code, Title 11, United States Code, Chapter 11, §§ 1101–1174.

Sverige

Företagsrekonstruktionslagen	Lag 1. augusti 2022 (2022:964) om företagsrekonstruktion (frekl.).
Prop. 2021/22:215	Prop. 2021/22:215, En ny lag om företagsrekonstruktion.

Lag om handel med med finansiella instrument	Lag 1. augusti 1991 (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF).

Danmark

Bet. 2022: 1529	Bet. 2022: 1529, Betænkning om revisjon af reglerne om rekonstruktion, herunder implementering af rekonstruktions- og insolvensdirektivet – Betænkning nr. 1579.
Konkursloven (DK)	Lov nr. 11 af 06. januar 2014 om konkurs (KL).

Storbritannia

Companies Act 2006

Corporate Insolvency and Governance Act 2020

Rettsavgjørelser

Norge

Rt. 1997 s. 931

USA

Bank of America, N.A. v. 203 North LaSalle Street Partnership, 526 U.S. 434 (1999).

In re Eletson Holdings Inc., 664 B.R. 569, 621 (Bankr. S.D.N.Y. 2024).

In re Mortgage Inv. Co. of El Paso, Tex., 111 B.R. 604 (W.D. Tex. 1990).

Northern Pacific Ry. Co. v. Boyd, 228 U.S. 482 (1913).

Norwest Bank Worthington v. Ahlers, 485 U.S. 197 (1988).

In re Peabody Energy Corp., 933 F.3d 918 (8th Cir. 2019).

In re Residential Capital, LLC, 501 B.R. 549, 624 (Bankr. S.D.N.Y. 2013).

In re Snyder, 99 B.R.885 (Bankr. C.D. Ill. 1989).

Butner v. United States, 440 U.S. 48 (1979).

Sverige

Göteborgs tingsrätt, mål nr Ä 12844-23

Högsta domstolen, mål nr Ä 2081-24.

Hovrätten för Västra Sverige, mål nr Ä 1828-24.

Stockholms tingsrätt, mål nr Ä 1663-24

Svea hovrätt, mål nr Ä 8204-25.

Storbritannia

Re Waldorf Production UK Plc [2025] EWHC 2181 (Ch).

Litteratur

Kortform	**Fullt navn**
Advokatforeningen høringsinnspill 2026	Advokatforeningen, Skriftlig høringsinnspill fra Advokatforeningen, Stortinget, 26.04.2026, tilgjengelig her: https://www.stortinget.no/no/Hva-skjer-pa-Stortinget/Horing/visning-av-skriftlig-innspill/?dnid=84499&h=10005883, (hentet 16.06.2026).
Andenæs 2009	Andenæs, Mads Henry, *Konkurs,* 3. utgave, M. H. Andenæs 2009.
Baird *UPLR* 2017	Baird, Douglas G., «Priority matters: absolute priority, relative priority, and the costs of bankruptcy», *University of Pennsylvania law review,* 165, nr. 4, 2017, s. 785–829.

Ballerini *Int. Insolv. Rev*. 2021	Ballerini, Giulia, «The priorities dilemma in the EU preventive restructuring directive: Absolute or relative priority rule? », *International Insolvency Review*, 30, nr. 1, 2021, s. 7–33.
Casey *Columbia law review* 2020	Casey, Anthony J., «Chapter 11´s renegotiation framework and the purpose of corporate bankruptcy», *Columbia law review*, 120, nr. 7, 2020, s. 1709–1770.
Casey/Gurrea-Martínez *ECGI* 2026	Casey, Anthony J. Og Aurelio Gurrea-Martínez, «Rethinking Priority Rules in Insolvency», *European Corporate Governance Institute,* Working Paper No. 920/2026, publisert 21.04.26, tilgjengelig her: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=6622721, (hentet 23.05.26).
Ehrenpil 2023	Ehrenpil, Markus, *Rekonstruktionsuppgörelsen,* Iustus forlag 2023.
Ellingsæter 2025	Ellingsæter, Sjur Swensen, *Konkursrett*, Fagbokforlaget 2025.
Ellingsæter *EBOR* 2025	Ellingsæter, Sjur Swensen, «Optionality and EU harmonization of restructuring and insolvency law: The case of the Preventive Restructuring Directive and priority rule», *European Business Organization Law* Review 2025, s. 719–745.
Ellingsæter/Meling *Tff* 2020	Ellingsæter, Sjur Swensen og Marie Meling, «Rekonstruksjonslovens muligheter og begrensninger», *Tidsskrift for forretningsjus*, 26, nr. 1–2, 2020, s. 52–82.
Fredriksen/Mathisen 2022	Fredriksen, Halvard Haukeland og Gjermund Mathisen, *EØS-rett*, 4. utgave, Fagbokforlaget 2022.

Gellein 2024 — Gellein, Marie Larsen, «Prinsippet om likebehandling av kreditorer i konkurs», *Undervisning og overbevisning festskrift til Magnus Roald Matinussen,* Lana bubalo, Roger Stelander Magnussen og Bård Sverre Tuset (red.), Handelshøgskolen UiS 2024, s. 175–195.

Göthlin 2025 — Göthlin, Sara, *Den nya rekonstruktionsrätten,* Norstedts Juridik 2025.

Huser 1987 — Huser, Kristian, *Gjeldsforhandling og konkurs: 1, bd,* 1, Juristinformasjon 1987.

Jackson 1986 — Jackson, Thomas H., *The logic and limits of bankruptcy law,* Harvard University Press 1986.

Jackson 2020 — Jackson, Thomas H., «Bankruptcy's logic and limits in the 21st century: some thoughts on Chapter 11's evolution and future», *Research Handbook on Corporate Bankruptcy Law*, Barry E. Adler (red.), Edward Elgar Publishing 2020, s. 6–35.

Koch/Kjølstad/Sunde 2026 — Koch, Søren, Marius Mikkel Kjølstad og Jørn Øyrehagen Sunde, *Comparing legal cultures in Europe*, 3rd revised edition, Fagbokforlaget 2026.

Krohn *Int. Insolv. Rev*. 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,* 30, nr. 1, 2021, s. 75–95.

Langkjær *HERO* 2022	Langkjær, Line, «The PRD 2019 in Denmark: There is a first for Everything», HERO – Herstructurering en recovery online, publisert 30. November 2022, tilgjengelig her: https://www.online-hero.nl/art/4453/special-issue-preventive-restructuring-7-the-prd-2019-in-denmark-there-is-a-first-for-everything, (hentet 08.06.2026).
Lubben *Fordham jl.* 2016	Lubben, Stephen J., «The overstated absolute priority rule», *Fordham journal of corporate & financial law*, 21, nr. 4, 2016, s. 581.
Madaus *EBOR* 2018	Madaus, Stephan, «Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law», *European Business Organization Law Review*, 19, nr. 3, 2018, s. 615–647.
Mnookin/Kornhauser *Yale Law Journal* 1979	Mnookin, Robert H. og Lewis Kornhauser, «Bargianing in the Shadow of the Law: The Case of Divorce», *The Yale Law Journal* 1979, s. 950–997.
Norton 2026	Norton III, William L. og William L. Norton Jr., *Norton Bankruptcy Law and Practice* 3rd *edition,* Thomson Reuters 2026.
Rammeskow mfl. 2023	Rammeskow, Ulrik mfl., *Rekonstruktion – Teori og praksis,* Djøf Forlag 2023.
Renman *Ny Juridik* 2022	Renman, Hans, «Något om de nya planförhandlingsreglerna», Ny *Juridik,* nr. 4:22 2022, s. 9–45.

Richter/Thery INSOL 2020	Richter, Tomáš og Adrian Thery, *Claims, Classes, Voting, Confirmation and the Cross-Class Cram-Down,* INSOL Europe April 2020, tilgjengelig her: https://www.insol-europe.org/download/documents/1705, (hentet 07.05.2026).
Seymour/Schwarcz *Uni. Illinois* 2021	Seymour, Jonathan M. og Steven L. Schwarcz, «Corporate restructuring under relative and absolute priority default rules: a comparative assessment», *University of Illinois law review,* 2021, nr. 1, 2021.
Skoghøy 2026	Skoghøy, Jens Edvin A., *Panterett*, Universitetsforlaget 2026.
SMB Norge høringsinnspill 2026	SMB Norge, Skriftlig høringsinnspill fra SMB Norge, Stortinget, 24.04.2026, tilgjengelig her: https://www.stortinget.no/no/Hva-skjer-pa-Stortinget/Horing/visning-av-skriftlig-innspill/?dnid=84139&h=10005883, (hentet 16.06.2026).
Stanghellini mfl. 2018	Lorenzo Stanghellini, Riz Mokal, Christoph G Paulus, Ignacio Tirado, *Best practices in European Restructuring: Contractualised Distress Resolution in the Shadow of the Law,* Wolters Kluwer 2018.
Sunde/Lunde/Sørebø 2024	Sunde, Torje, Jon Lunde og Ida Sørebø, *EØS-Lovgivningen,* Universitetsforlaget, 2024.
Tørum *JV* 2002	Tørum, Amund Bjøranger, «Konsekvens i formueretten», *Jussens Venner* 2002, s. 314–339.

Virke høringsinnspill 2026	Virke, Skriftlig høringsinnspill fra Virke, Stortinget, 26.04.2026, tilgjengelig her: https://www.stortinget.no/no/Hva-skjer-pa-Stortinget/Horing/visning-av-skriftlig-innspill/?dnid=84498&h=10005883, (hentet 16.06.2026).
de Weijs *Int. Insolv. Rev* 2012	de Weijs, Rolef J., «Harmonisation of European Insolvency Law and the Need to Tackle Two Common Problems: Common Pool and Anticommons», *International Insolvency Review*, 21, nr. 2, 2012, s. 67–83.
Zweigert/Kötz 1998	Zweigert, Konrad og Hein Kötz, *Introduction to comparative law 3rd edition,* oversatt av Tony Weir, Clarendon Press 1998.
van Zwieten/Ellingsæter 2025	van Zwieten, Kristin og Sjur Swensen Ellingsæter, «Rules of Priority in Restructuring Procedures», *Corporate Restructuring Law in Flux,* 1st edition, Jennifer Payne og Kristin van Zweiten (red.), Hart Publishing 2025, s. 59–98.

Lenker

Kortform	**Fullt navn**
Duke Law	Duke Law Library, «Bankruptcy Research Guide», Duke University School of Law, tilgjengelig her: https://law.duke.edu/lib/research-guides/bankruptcy, (hentet 24.04.2026).
Kronofogden Årsredovisning 2025	Kronofogdemyndigheten, «Årsredovisning 2025», Kronofogden 2026, oppdatert 23.02.2026, tilgjengelig her: https://kronofogden.se/download/18.7f8a353819c85e85c78230/1771836550026/Årsredovisning%202025.pdf, (hentet 03.06.2026).

Referat fra stortingsmøte 08.06.2026	Stortinget, «Møte mandag den 8. juni 2026», Stortinget, tilgjengelig her: https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Referater/Stortinget/2025-2026/refs-202526-06-08/ , (hentet 16.06.2026).
Rett 24, «Dette må ikke bli vedtatt»	Kjetil Kolsrud, «Forslag til ny rekonstruksjonslov: – Dette må ikke bli vedtatt», Rett 24, oppdatert 16.04.2026, tilgjengelig her: https://rett24.no/articles/forslag-til-ny-rekonstruksjonslov--dette-ma-ikke-bli-vedtatt, (hentet 24.04.2026).
Rett 24, «Jeg beklager at det ble sånn nå»	Kjetil Kolsrud, «Rekonstruksjonsloven: - Jeg beklager at det ble sånn nå», Rett 24, oppdatert 15.06.2026, tilgjengelig her: https://rett24.no/articles/rekonstruksjonsloven--jeg-beklager-at-det-ble-sann-na, (hentet 16.06.2026).
SSB	Statistisk sentralbyrå (SSB), «Virksomheter», Statistisk sentralbyrå, oppdatert 12. januar 2026, tilgjengelig her: https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/virksomheter-og-foretak/statistikk/virksomheter, (hentet 30.04.2026).
Voteringsoversikt 09.06.2026	Stortinget, «Voteringsoversikt for sak: Endringer i konkursloven mv. (rekonstruksjonsforhandling)», Stortinget, tilgjengelig her: https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Saker/Sak/Voteringsoversikt/?p=200246&dnid=1, (hentet 16.06.2026).