

UNIVERSITETET I STAVANGER
Stavanger, våren 2011

Masteroppgave i økonomi og administrasjon
Veileder: Benn Folkvord

Finansielle instrumenter

av

Øyvind Østebø



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
INSTITUTT FOR ØKONOMI OG LEDELSE
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING: Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? Nei
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Finansielle instrumenter

ENGELSK TITTEL:

Financial instruments

FORFATTER(E)

Studentnummer:

956698

Navn:

Øyvind Østebø

VEILEDER:

Benn Folkvord

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2011

Underskrift administrasjon:.....

Forord

Denne oppgaven er utarbeidet av en student ved Universitetet i Stavanger, og er siste trinn på veien mot mastergrad i økonomi og administrasjon.

I løpet av studietiden har jeg oppdaget stor interesse for juridiske fag generelt, og selskapsrett spesielt. Det var derfor naturlig for meg å skrive om et tema innenfor dette fagområdet. Valget av "Finansielle instrumenter" som tema, kom jeg frem til i samråd med min veileder, Benn Folkvord. Oppgaven har gitt meg en unik mulighet til å anvende selskapsrett på problemstillinger innenfor spesialiseringen min i anvendt finans.

Det har blitt skrevet veldig lite om finansielle instrumenter, sett fra et selskapsrettslig perspektiv, som er direkte rettet mot investorer. Jeg vurderte det derfor som interessant å se nærmere på hvilke karakteristika og egenskaper de ulike instrumentene har, og knytte dette opp mot hvilke fordeler og ulemper de gir investorene. I tillegg ønsket jeg å bidra til å bedre kommunikasjonen mellom økonomer og jurister når det gjelder emnet finansielle instrumenter.

Arbeidet med oppgaven har vært lærerikt og spennende. Gjennom skriveprosessen har min interesse for selskapsrett som fagfelt blitt ytterligere forsterket.

Jeg vil rette en stor takk til min veileder, Benn Folkvord. Han har bidratt med nyttige kommentarer og god oppfølging underveis i arbeidsprosessen.

Stavanger, 9. juni 2011

Øyvind Østebø

Sammendrag

Denne masteroppgaven i økonomi og administrasjon ser på hvilke karakteristika og egenskaper ulike finansielle instrumenter har, og knytter dette opp mot hvilke muligheter de gir selskaper og investorer.

Første del av oppgaven er en teoretisk utredning om egenkapital og gjeld generelt. Det ses på hvilke egenskaper de har, og hvilke forskjeller de gir i risiko, avkastning, kontroll og skatt. Det ses også på hvordan kapitalstruktur påvirker samlet verdiskaping.

Andre del av oppgaven beskriver ulike finansielle instrumenter fordelt på kategoriene egenkapitalinstrumenter, gjeldsinstrumenter, hybridinstrumenter, derivater og verdipapirfond, og ser disse i lys av hva som er kommet frem i den første delen. Det fokuseres på hvilke egenskaper de har, og hvilke fordeler og ulemper de gir selskaper og investorer.

Til slutt følger en konklusjon av hva som er kommet frem i oppgaven.

Innholdsfortegnelse

1. Innledning.....	7
2. Generelt om egenkapital og gjeld.....	8
2.1. Risiko.....	11
2.2. Avkastning	11
2.3. Kontroll	12
2.4. Skatt.....	12
3. Kapitalstruktur.....	14
4. Egenkapitalinstrumenter.....	16
4.1. Aksjer.....	17
4.2. Egenkapitalbevis	20
4.3. Tegningsretter	21
4.3.1. Tegningsrettaksjer.....	23
4.3.2. Frittstående tegningsretter (warrants).....	25
5. Gjeldsinstrumenter	28
5.1. Lån.....	28
5.2. Obligasjoner	29
5.3. Sertifikater	31
6. Hybridinstrumenter	31
6.1. Preferanseaksjekapital	34
6.2. Preferansekapital	34
6.3. Fondsobligasjoner	36
6.4. Ansvarlig lånekapital.....	37
6.5. Konvertible obligasjoner	39
6.6. Lån med utbytte- eller resultatavhengig rente.....	43
7. Derivater.....	45
7.1. Opsjoner	45
7.2. Terminkontrakter	47
7.2.1. Forwardkontrakter	47
7.2.2. Futurekontrakter	47

7.2.3. Swapavtaler	48
7.3. Kredittderivater	48
7.4. Varederivater	49
8. Verdipapirfond.....	49
9. Konklusjon	52
10. Referanser.....	54

1. Innledning

Finansielle instrumenter er et samlebegrep på de eiendeler og forpliktelser som det handles med i verdipapirmarkedet, derivatmarkedet og dels valutamarkedet, og som er nærmere definert i verdipapirhandelloven § 2-2.

Et finansielt instrument kan beskrives som en kontrakt hvor den som tilføres kapital i form av ny egenkapital eller ny gjeld gir visse rettigheter til den som innbetaler denne kapitalen. Ved egenkapital kan kontrakten være en aksje som gir eiendomsrett til en bestemt andel av et selskaps ressurser. Ved gjeld kan den være en obligasjon eller en låneavtale som spesifiserer rente-, avdrags- og eventuelle pantsettelsesbetingelser. Uansett er dette transaksjoner der rettigheter til selskapets ressurser selges i bytte for andre ressurser, oftest penger. Som regel vil det være selskapene som tilbyr finansielle instrumenter, mens investorene (eiere og kreditorer) etterspør dem.

Instrumentene deles gjerne inn i egenkapitalinstrumenter, gjeldsinstrumenter, hybridinstrumenter, derivater og verdipapirfond. Hybridinstrumenter er instrumenter som kombinerer de tradisjonelle egenskapene hos egenkapital og gjeld, mens derivater er en samlebetegnelse på instrumenter som utleder sin karakter og verdi fra et annet objekt. Verdipapirfond er en kollektiv investering der mange sparere går sammen om å plassere sine midler i verdipapirmarkedet. Denne oppgaven vil ta for seg alle kategoriene og se på hvilke karakteristika og egenskaper de ulike instrumentene har. Den vil også se på hvilke muligheter disse gir selskaper og investorer.

Økonomer og jurister har en tendens til å ha svært ulike innfallsvinkler til emnet finansielle instrumenter. Økonomer ser som regel på instrumentene som rene investeringsobjekter, mens jurister gjerne har mer fokus på den rettslige anvendelsen av dem. Dette fører til at de ofte konsentrerer seg om ulike kategorier, og av den grunn også bruker forskjellige ord og uttrykk. Økonomer snakker gjerne om aksjer, obligasjoner og derivater, mens jurister heller snakker om tegningsretter, preferansekapital og ansvarlig lånekapital. Disse forskjellene gjør at de ofte har vanskelig for å forstå hverandre ved snakk om finansielle instrumenter. Denne oppgaven skal derfor prøve å se instrumentene fra begge sider, og på den måten bidra til å bedre kommunikasjonen mellom disse partene.

2. Generelt om egenkapital og gjeld

Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper er avhengig av finansiering for at dets virksomhet skal komme i stand, videreføres og for at formålet med å skaffe eierne overskudd skal kunne realiseres. De henter derfor kapital fra mange ulike kilder og med mange forskjellige kontrakter (finansielle instrumenter). De vanligste er egenkapital og gjeld (fremmedkapital).

Det foreligger ingen legaldefinisjon av betegnelsen egenkapital. Imidlertid bygger både aksjeloven (asl.), allmennaksjeloven (asal.) og regnskapsloven (rskl.) på et alminnelig anerkjent syn om at selskapets egenkapital er et uttrykk for verdien av selskapets eiendeler fratrukket selskapets gjeld (Woxholth, 2010 s. 136). Eiendelene er de formuesgodene som tilhører selskapet. Som følge av selskapets drift kan egenkapitalen bli lavere enn aksjekapitalen, og den kan til og med være negativ. Aksjekapitalen er det som er innbetalt som aksjekapital ved stiftelsen, eller ved senere kapitalutvidelser.

Selskapsrettslig vil selskapets egenkapital utgjøre dets nettoformue. Egenkapitalen gir på den måten uttrykk for hvor mye selskapsdeltakerne ville få utbetalt hvis selskapet ble oppløst. “Hvis egenkapitalen er positiv, vil det bli utbetalt en sum penger til deltakerne ved oppløsning som likvidasjonsutbytte. Hvis egenkapitalen er negativ, vil det etter likvidasjonen fortsatt bestå en restgjeld” (Woxholth, 2010 s. 136).

Regnskapsrettslig angir rskl. § 6-2 de krav som stilles til selskapets balanse. “Denne bestemmelsen synliggjør, ved hjelp av den oppstillingsplan den inneholder, forholdet mellom balansens aktiva- og passivside, herunder at egenkapitalen er forskjellen mellom selskapets eiendeler og gjeld” (Woxholth, 2010 s. 136). Regnskapsloven har valgt å dele egenkapitalen inn i to deler: “innskutt av eierne” og “opptjent av selskapet”. Innskutt egenkapital er det aksjeinnskudd som deltakerne gjør i et aksje- eller allmennaksjeselskap. Det samme gjelder senere innskudd, f.eks. ved en kapitalforhøyelse. Den opptjente egenkapitalen skal vise hva selskapet selv har opptjent av egenkapital og omfatter “fond” og “annen egenkapital”. Med “fond” menes fond for vurderingsforskjeller, jf. asl./asal. § 3-3 og fond for urealiserte gevinster, jf. asl./asal. § 3-3 bokstav a. Annen egenkapital er den posten som årlig tilføres en resultatdisponering ved avslutningen av selskapets resultatregnskap. Denne balanseposten sier altså noe om hvordan egenkapitalen står i forhold til og påvirkes av selskapets drift. Derfor er

det kanskje denne posten som er den mest interessante for en leser av regnskapet (Woxholth, 2010 s. 137).

I aksje- og allmennaksjeloven har egenkapitalen betydning som rettsfaktum. For det første danner den grunnlaget for utdelinger fra selskapet til aksjeeierne i form av utbytte, jf. bruken av begrepet “annen egenkapital” i asl./asal. § 8-1 første ledd. I denne sammenheng er det grunnleggende at det bare er den såkalte frie egenkapital som kan utdeles, noe som innebærer at forskjellen mellom fri og bunden egenkapital får sentral betydning i aksjeselskapsretten (Woxholth, 2010 s. 137). Aksjeeierne kan altså ikke råde fritt over hele egenkapitalen ved tilbakeføring til seg selv mv.

For det andre har den betydning for den handlefrihet selskapets ledelse har ved den alminnelige forvaltning og drift av selskapet. “På dette punkt er det av betydning at asl/asal § 3-4 oppstiller et krav om at selskapets egenkapital til enhver tid skal være forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet” (Woxholth, 2010 s. 137). Hvis det må antas at egenkapitalen er lavere enn forsvarlig, foreligger det etter asl./asal. § 3-5 første ledd en plikt for styret til straks å behandle saken. Det samme gjelder hvis det må antas at selskapets egenkapital er blitt mindre enn halvparten av aksjekapitalen. Styret skal innen rimelig tid innkalle generalforsamlingen og gi den en redegjørelse for selskapets økonomiske stilling, og foreslå tiltak som igjen vil gi selskapet en forsvarlig egenkapital. Dersom selskapet ikke har en forsvarlig egenkapital i samsvar med § 3-4, skal styret på generalforsamlingen foreslå tiltak for å rette på dette. Hvis styret ikke finner grunnlag for å foreslå tiltak som gjenoppretter forsvarlig egenkapital, eller slike tiltak ikke lar seg gjennomføre, skal styret foreslå selskapet oppløst, jf. § 3-5 annet ledd. Overholder ikke styrets medlemmer de nevnte plikter, kan de etter forholdene bli erstatningsansvarlige, jf. asl./asal. § 17-1.

“Egenkapitalbegrepet som rettsfaktum innebærer på denne bakgrunn at hvis egenkapitalen ikke er forsvarlig, utløses forskjellige plikter og rettsvirkninger” (Woxholth, 2010 s. 138).

Det kan diskuteres om det i denne sammenheng siktes til den reelle eller balanseførte egenkapitalen. Som regel er det samsvar mellom dem, men den reelle kan unntaksvis være høyere, f.eks. der det foreligger et overtakelsestilbud fra et annet selskap som overstiger den balanseførte, eller hvis selskapet har kostnadsført eiendeler i tilfeller hvor de lovlig kunne ha balanseført dem (Woxholth, 2010 s. 138). Ifølge Woxholth (2010, s. 138) er det klart at ved bedømmelsen av egenkapitalbegrepet etter § 3-5 så er det den reelle egenkapitalen det er tale

om. Betydningen av dette skal ifølge Woxholth (2010, s. 138) “likevel ikke overdrives, ettersom det sentrale ved § 3-5 er at styret uansett må foreta en helhetsvurdering av selskapets økonomiske stilling ved bedømmelsen av om tiltak pliktes iverksatt.”

Kravet om forsvarlig egenkapital, jf. § 3-4, og handleplikt ved tap av egenkapital, jf. § 3-5, forutsetter at egenkapitalen er relativ i forhold til fremmedkapitalen og at den reduseres når det samtidig skjer en økning av fremmedkapitalen (Woxholth, 2010 s. 138). Det gjør det naturlig å redegjøre for hva som utgjør selskapets fremmedkapital.

Fremmedkapitalen uttrykker selskapets gjeld uansett hvordan den har oppstått. Lån eller kreditt fra banker, finansinstitusjoner, selskaper eller privatpersoner, er eksempler på poster som inngår i denne. Offentlige lån er omsettelige i annenhåndsmarkeder (f.eks. obligasjoner), mens private lån som regel er lite omsettelige, blant annet på grunn av asymmetrisk informasjon.

Fremmedkapital, i form av gjeldsinstrumenter, inneholder informasjon om hvem som er långiver, hvilken tidshorisont lånet har, hvilke klausuler som skal gjelde, prioriteringsstruktur og hva som eventuelt skal stilles som sikkerhet. Tidshorisont og terminstruktur sier hvor lang nedbetalingstid lånet har, og hvordan det skal betales tilbake fordelt på renter og avdrag. Klausuler består av rettigheter for långiver og plikter for låntaker. Utgangspunktet er at ledelse og aksjeeiere har kontroll så lenge lånevilkårene overholdes. De kan likevel ha insentiver til å berike seg selv på långivers bekostning, noe som er problematisk hvis slike handlinger reduserer total verdi. Klausuler har dermed to hensikter: å hindre ledelse og aksjeeiere i å ta handlinger som reduserer total verdi, og å definere omstendigheter som gir ulike fordringshavere rettigheter til å intervenere. Klausuler for å forhindre verdireduksjon kan for eksempel være restriksjoner på betalinger til aksjeeierne eller begrensninger av videre låneopptak. Klausuler som definerer kontrollrettigheter kan være skifte av kontroll hvis dårlige resultater, inspeksjonsrettigheter og klausuler mot manipulasjoner med regnskap. Prioriteringsstruktur sier hvilke prioritet lånet skal ha ved mislighold, mens sikkerhet vil si å stille aktiva som sikkerhet (kausjon) for at lånet blir tilbakebetalt. Eksempler på sikkerhet som kan stilles er fysiske aktiva, garantier og fordringer.

Det finnes mange mellomformer (mezzanine) mellom vanlige aksjer og prioritert gjeld. Slike mellomformer blir, som nevnt i innledningen, ofte kalt hybridinstrumenter. Eksempler på

dette kan være preferanseaksjer som har prioritet foran vanlige aksjer, men etter gjeld, og konvertible obligasjoner som har en rett til å konverteres til aksjer til spesifisert pris.

Hybridinstrumenter kommer vi tilbake til senere i oppgaven.

Hovedforskjellen mellom egenkapital og gjeld ligger i hva investoren mottar. Ved en gjeldsinvestering mottar han avdrag og renter, mens ved en egenkapitalinvestering blir han eier i selskapet og har rett på utbytte. Vi skal nå se på hvordan dette påvirker forskjeller i risiko, avkastning, kontroll og skatt.

2.1. Risiko

Gjeldseiere er som oftest sikret gjennom en låneavtale som spesifiserer hvilken kompensasjon i form av rente de skal ha, samt når rente og avdrag skal betales. De står dermed foran aksjonærene i køen når den frie kontantstrømmen i et selskap skal fordeles dem imellom. Også ved en eventuell konkurs har gjeldseiere førsteprioritet overfor egenkapitaleiere, og taper kun dersom selskapet går så dårlig at det ikke har mulighet til å betale tilbake til sine kreditorer. Egenkapitaleierne kan derimot bare motta det som står tilbake etter at långiverne har fått dekket sine kontraktsfestede krav, og avkastningen avhenger dermed av hvordan det går med selskapet. Dette gjør at det er større risiko knyttet til investering i egenkapital enn til investering i gjeld.

Hvor høy risiko partene må bære, avhenger i tillegg til den underliggende risikoen i selskapets kontantstrøm, også av hvor stor andel hver av dem finansierer av selskapet. Egenkapitaleierne kan ha interesse av at selskapet har mest mulig gjeld, fordi oppsiden da blir større dersom det skulle gå bra. Gjeldseierne vil derimot at selskapet skal ha minst mulig gjeldsgrad, fordi risikoen for tap blir større ved høy belåning. På denne måten oppstår det en interessekonflikt mellom egenkapitaleierne og gjeldseierne.

2.2. Avkastning

En grunnleggende sammenheng i finans er sammenhengen mellom risiko og avkastning. For at investorer skal være villige til å bære risikoen for ikke å få pengene sine tilbake, må de også kompenseres for denne risikoen. Jo større risiko de tar, jo mer forventer de i avkastning.

Som vi så ovenfor er det større risiko knyttet til egenkapital enn til gjeld, slik at også forventet avkastning må være større for egenkapitaleiere enn for gjeldseiere. Egenkapitaleierne har potensiale til å motta store utbytter og/eller kursgevinster dersom selskapet overgår forventningene, mens gjeldseierne kun har en avtale om tilbakebetaling av lånet. Egenkapitaleierne har imidlertid ingen garantert tilbakebetaling dersom selskapet ikke skulle gå bra.

2.3. Kontroll

Ved å investere i egenkapital kjøper investoren deler av selskapet, og får derfor også med seg noen kontrollrettigheter. Ved vanlige aksjer er det som regel snakk om stemmerett på generalforsamlingen. Hver aksje gir en stemme, og gjør at aksjeeierne kan være med på å bestemme hvem som skal sitte i styret osv. Det er styret som velger administrerende direktør og andre direktører, og bestemmer på denne måten hvilken retning selskapet skal ta. Gjeldseierne er kun långivere og har derfor ikke denne muligheten.

I Corporate Finance-teori sies det at entreprenøren (selskapet) har kontroll i gode tider, mens investorene (kreditorer) får kontroll i dårlige tider. Dette betyr at eierne har full kontroll så lenge selskapet går bra, men dersom det går dårlig og gjelden ikke blir betjent, overtar kreditorene denne kontrollen. På denne måten har egenkapital og gjeld innebygde kontrollrettigheter. Kontrollrettigheter kan likevel være spesifisert i klausuler slik at forskjellige aksjer og gjeldskrav kan ha ulik prioritet.

2.4. Skatt

Personlige investorer og selskapsinvestorer har noe ulike skatteregler å forholde seg til både når det gjelder egenkapitalinvesteringer og gjeldsinvesteringer. Aksjonærmodellen er den metoden som benyttes for beskatning av aksjeinntekt som tilfaller personlige aksjonærer. Aksjeinntekter består av utbytter og av gevinster ved salg av aksjer. Skattesatsen er på 28 prosent.

Aksjonærmodellen innebærer at aksjeinntekter til personer som overstiger et skjermingsfradrag, skattlegges som alminnelig inntekt, jf. skatteloven (sktl.) §§ 10-11 og 10-31 første ledd. Skjermingsfradraget tilsvarer den risikofrie alternativavkastningen ved å

investere i obligasjoner. Dette betyr at kun ekstraavkastningen ved å investere i aksjer blir skattlagt med 28 prosent. Ved tap på grunn av salg av aksjer blir det gitt tilsvarende skattefradrag, jf. sktl. § 10-31 annet ledd. Aksjonærmodellen sikrer dermed at investeringer i aksjer i stor grad likestilles med plassering i sikre verdipapirer. Modellen var et ledd i skattereformen av 2006 og ble innført med virkning fra og med 1. januar 2006. Formålet med aksjonærmodellen er å redusere forskjellen i beskatning av kapital og arbeid ved å beskatte utbytte, utover et visst nivå, som alminnelig inntekt (Bredesen, 2005 s. 269).

Grunnlaget for å beregne skjermingsfradraget settes i utgangspunktet til aksjenes kostpris. Skjermingsfradraget beregnes deretter som skjermingsgrunnlaget multiplisert med skjermingsrenten, jf. sktl. § 10-12 annet ledd. Skjermingsrenten skal reflektere renten etter skatt på en sikker investering. Rentens fastsettes derfor til gjennomsnittet av renten for statskasseveksler med tre måneders løpetid, justert for skatt. Rentens for skatteåret settes i januar i påfølgende år.

Dersom inntektene fra aksjen er lavere enn skjermingsfradraget, kan en legge til ubenyttet skjermingsfradrag til skjermingsgrunnlaget for neste år, jf. sktl. § 10-12 første ledd. Dette vil følgelig øke skjermingsfradraget for senere år. I praksis betyr dette at ubenyttet skjermingsfradrag fremføres med rente. Ubenyttet skjermingsfradrag følger den enkelte aksje og kan ikke trekkes fra inntekter fra andre aksjer.

Av praktiske hensyn er det eieren av aksjen den 31.12 som får skjermingsfradraget beregnet for det året, jf. sktl. § 10-12 annet ledd. Ved salg av aksjen får den som selger, trekke fra tidligere ubenyttet skjermingsfradrag fra eventuell gevinst. Ved tap trekkes hele tapet fra i alminnelig inntekt. Den nye eieren får beregnet nytt skjermingsfradrag tilsvarende den nye kostprisen multiplisert med skjermingsrenten.

Fritaksmetoden er den metoden som brukes for beskatning av aksjeinntekt som tilfaller aksjonærer som er selskaper. Fritaksmetoden innebærer at selskapsaksjonærer i hovedregelen fritas fra beskatning av gevinst og utbytte av aksjer, men de gis heller ikke fradragsrett ved tilsvarende tap, jf. sktl. § 2-38 første ledd. Hvis det underliggende objekt til et finansielt instrument er aksjer som faller inn under fritaksmetoden, vil også gevinst og tap på det finansielle instrumentet falle inn under fritaksmetoden, jf. sktl. § 2-38 annet ledd bokstav c. Modellen ble innført med virkning for utbytte som innvinnes fra og med 1. januar 2004 og for

tap og gevinster som realiseres fra og med 26. mars 2004.

Som følge av endringer ved statsbudsjettet for 2009, ble det besluttet at tre prosent av de skattefrie inntektene likevel skal beskattes fullt ut med 28 prosent etter sktl. § 2-38 sjette ledd. Dette gir en effektiv skattesats på 0,84 prosent. Hensikten med dette var å hindre at utgifter knyttet til skattefrie inntekter skal være fradragsberettiget (Justis- og politidepartementet, 2008).

Dersom aksjonærmodellen hadde blitt gjort gjeldende også for selskapsaksjonærer, ville aksjeinntekter ha blitt beskattet flere ganger i eierkjeden med norske selskaper. Slik kjedebeskatning kan gi insentiver til omorganisering og i tillegg svekke kapitalmobiliteten i næringslivet. For å unngå slik dobbeltbeskatning ble derfor selskapsaksjonærer fritatt for skatt på aksjeinntekter (Bredesen, 2005 s. 273). Aksjeinntekter kommer dermed kun til full beskatning når de tas ut av selskapssektoren som gevinster eller utbytte til personlige aksjonærer.

Når det gjelder investering i gjeld må både personlige investorer og selskapsinvestorer betale 28 prosent skatt på renteinntektene, jf. sktl. § 5-20 første ledd. Selskapet som er låntaker får tilsvarende fradrag for renteutgiftene, jf. sktl. § 6-40 første ledd. Det er viktig å merke seg at selskaper ikke får fradrag ved utbetaling av aksjeutbytte. Personlige investorer som gir lån til et selskap som omfattes av aksjonærmodellen må i tillegg betale en ekstraskatt på lånerenter ut over et visst nivå, jf. sktl. § 5-22 første ledd. Dette vil innebære at renter ut over et fastsatt skjermingsfradrag blir beskattet en gang til som alminnelig inntekt. Skjermingsfradraget skal i prinsippet beregnes på samme måte som for aksjeutbytte. Reglene er gitt for å motvirke tilpasning i form av at for eksempel en personlig aksjonær låner penger til selskapet og mottar høye renter i stedet for å ta ut utbytte (Skatteetatens nettsider, 2010).

3. Kapitalstruktur

Selskapets kapitalstruktur forteller hvordan et selskap er finansiert. Det vil si hvor store andelene til egenkapital og gjeld er i forhold til hverandre. Spørsmålet er om det i praksis vil være slik at én kapitalstruktur er bedre enn en annen, i den forstand at det kanskje finnes en optimal blanding av egenkapital og gjeld som maksimerer selskapets verdi. "Dette er et

komplisert spørsmål som ikke er helt avklart verken i teori eller praksis” (Bredesen, 2005 s. 403).

Spørsmålet om kapitalstrukturen kan påvirke selskapsverdien ble stilt av to amerikanske nobelprisvinnere, økonomene Franco Modigliani og Merton Miller, i en banebrytende artikkel i 1958 (Bredesen, 2005 s. 407). De viste at i en perfekt verden uten skatter og andre markedsimperfeksjoner er kapitalstrukturen uten betydning for et selskaps verdi. Verdien bestemmes av selskapets eiendeler, og ikke av hvordan disse er finansiert. Dette berømte resultatet er senere blitt kjent som Modigliani-Miller-teoremet. I en virkelig og ikke ideell verden vil man imidlertid finne forhold som taler imot dette.

Modigliani-Miller-teoremet vil bare holde dersom relativt strenge forutsetninger er oppfylt. Avvik fra idealitet kan for det første skyldes skattesystemet. Er skattesystemet nøytralt i den forstand at all godtgjørelse til kapitalen skattlegges likt, eller kan det forekomme dobbeltbeskatning? Gjeld favoriseres på selskapets hånd fordi renten er fradragsberettiget, mens utbytte ikke er det. Dette oppveies imidlertid av at investoren skattlegges fullt for renteinntekt, men ikke for mottatt utbytte. Dersom vi legger aksjonærmodellen til grunn og antar at aksjeutbyttet skattlegges på mottakers hånd, skjer det en dobbeltbeskatning. Da vil gjeldsfinansiering være å foretrekke fordi samlede skattebetalinger da vil bli lavere. Men når gjeldsandelen øker, så øker også risikoen for långiverne, slik at rentekostnadene antakelig vil øke. I tillegg kan høyere gjeldsandel også øke risikoen for konkurs.

Et annet avvik fra idealitet som kan forekomme er kostnadene ved å skaffe ny kapital. De laveste kostnadene oppnår selskapet ved å holde tilbake overskudd. Ved større kapitalbehov vil det være aktuelt å ta opp pantelån, noe som medfører høyere kostnader. Ved enda større utvidelser og nyinvesteringer vil det være mest aktuelt å utstede nye aksjer. Dette utløser de relativt sett høyeste kostnadene. Denne rekkefølgen for prioritering av finansieringsformer kalles hakkeordensteorien. Dette stemmer også med virkeligheten. I første omgang prøver selskap vanligvis å dekke nyinvesteringer ved å holde tilbake overskudd. Deretter tar de oftere opp lån enn å hente inn ny egenkapital (Helbæk & Lindset, 2007 s. 121).

Et siste avvik fra idealitet er det som kalles agentproblemer. Det vil si at entreprenøren (selskapet) ikke alltid vil handle til investorenes beste. Dette kalles gjerne for moralsk hasard, og fører til en interessekonflikt mellom ledelse og eiere. Et eksempel kan være en entreprenør

som ønsker å beholde kontrollen over selskapet, også etter at nye aksjonærer har kommet inn på eiersiden. For å beholde sin posisjon, vil han kanskje gå inn for å velge gjeld fremfor ny egenkapital når virksomheten skal utvides (Helbæk & Lindset, 2007 s. 121). Problemet med moralsk hasard kan bare delvis avhjelpest ved klausuler, insentivordninger og overvåking. Kapitalstruktur har derfor innvirkning på ledelsens insentiver og handlinger, og dermed også på samlet verdi.

“Når det gjelder spørsmålet om optimal kapitalstruktur i praksis, kan finansiell teori ikke gi klare svar” (Bredesen, 2005 s. 413). Alle avvik fra idealitet vil variere fra selskap til selskap, og derfor vil også svaret på hva som er optimal kapitalstruktur variere. For mange selskaper blir spørsmålet om optimal kapitalstruktur en balanse mellom å oppnå skattereduksjoner og unngå økte kostnader ved for høy gjeldsgrad. Finansiell planlegging på denne måten er noe de fleste selskaper benytter seg av.

4. Egenkapitalinstrumenter

Aksjelovgivningen gir aksje- og allmennaksjeselskaper adgang til å utstede ulike finansielle instrumenter som gir adgang til å bli eier i selskapets egenkapital. Slike instrumenter kalles gjerne for egenkapitalinstrumenter, og består av aksjer og aksjerelaterte produkter som egenkapitalbevis og tegningsretter.

Det er viktige juridiske og praktiske forskjeller mellom aksje- og allmennaksjeselskaper når det gjelder mulighetene for å oppnå egenfinansiering (Woxholth, 2010 s. 132). For det første er det bestemt i asl. § 10-1 første ledd tredje punktum at bare aksjeeiere eller bestemte navngitte personer kan innbys til å tegne nye aksjer. Et aksjeselskap kan altså ikke innby allmennheten til aksjetegning i forbindelse med en kapitalforhøyelse, og hindres dermed fra å hente inn egenkapital fra “markedet”. Dette er forbeholdt allmennaksjeselskaper.

I praksis hender det imidlertid at aksjeselskaper som ønsker tilgang på kapital fra markedet, for å unngå konsekvensene av det nevnte forbudet, først uformelt sender signaler til markedet om en foranstående kapitalforhøyelse, for så å motta og internregistrere navn fra interesserte som henvender seg til selskapet “på eget initiativ” (Woxholth, 2010 s. 132). Deretter sendes tegningsinnbydelsen til disse, navngitte personene slik at det i praksis skjer en lovlig emisjon

mot disse.

For det andre er aksjeselskaper, etter børsforskriften § 2-1, avskåret fra å børsnotere sine aksjer. Et aksjeselskap kan heller ikke kombinere disse alternativene, ved først å hente egenkapital gjennom en kapitalforhøyelse rettet mot allmennheten for deretter å børsnotere selskapet. “Denne kombinasjonen er i praksis vanlig for allmennaksjeselskap og skaffer slike selskap både en solid egenfinansiering og “likviditet” i aksjene” (Woxholth, 2010 s. 133).

4.1. Aksjer

Aksjer representerer eierandeler i et selskap. Hver aksje har en pålydende verdi, og totalt antall aksjer utstedt ganger pålydende verdi per aksje er lik aksjekapitalen i selskapet. Hver aksje gir normalt en stemme på selskapets generalforsamling (for såkalte A-aksjer). Det kan også utstedes aksjer som ikke gir en slik stemmerett, såkalte B-aksjer. Når et selskap har vært i drift en stund, vil aksjenes verdi som kjent endres og normalt være forskjellig fra pålydende verdi.

Det er mange faktorer som påvirker tilbud og etterspørsel av aksjer, og dermed også svingningene i aksjekursen. Disse faktorene kan deles inn i to grupper: markedsspesifikke faktorer og bedriftsspesifikke faktorer. Markedsspesifikke faktorer vil for eksempel være den generelle økonomien, rentenivå og inflasjon, mens bedriftsspesifikke faktorer dreier seg om informasjon om selskapets ledelse, styre, produksjon m.m. Alle faktorer som påvirker selskapets verdi, vil påvirke kursen på aksjene utstedt på selskapet. I tillegg er det en stor grad av psykologi i aksjemarkedet og i prisingen av enkelte aksjer. Dette fordi investorene har ulike forventninger til hvor et marked og en aksje skal bevege seg.

Utstedelse av flere aksjer gjennom en kapitalforhøyelse (aksjeemisjon) vil også kunne påvirke aksjekursen. Ved annonsering av en ny aksjeemisjon viser veletablerte empiriske funn et fall i kursen på ca. 3 prosent. Dette skjer som en følge av asymmetrisk informasjon blant investorene. Den negative aksjeprisreaksjonen er imidlertid mindre i oppgangskonjunkturer enn i nedgangskonjunkturer. Også bruk av konvertible aksjer bidrar til å senke kursen fordi investorene da tenker at konverteringen fra aksjer til gjeld avslører dårlige nyheter om selskapet. Motsatt vil bruk av konvertible obligasjoner bidra til å øke kursen fordi investorene da forutser høyere vekst for selskapet. Vanlige låneopptak har normalt liten innvirkning på

aksjekursen.

Når et selskap oppnår et overskudd (etter skatt), tilsvarer dette en verdiøkning av selskapet. Dette overskuddet kan holdes tilbake i selskapet og øke verdien av eiendelene, eller det kan betales ut helt eller delvis som utbytte til aksjonærene. “Hvor mye som hvert år betales ut i utbytte, varierer mellom ulike bransjer. Nystartete og andre selskaper i vekst, betaler vanligvis ikke utbytte. De plasserer heller eventuelle overskudd i nye investeringer” (Helbæk & Lindset, 2007 s. 113). Utbytte representerer en avkastning på aksjonærenes investering. Men, som vi så tidligere, er kanskje den viktigste måten å skaffe kapital på for de fleste selskaper, å holde tilbake overskuddet i selskapet. Hvis overskuddet holdes tilbake, øker verdien på selskapet, og aksjekursen stiger. I et marked uten psykologiske effekter spiller det ingen rolle om aksjonæren mottar utbytte eller om alt overskudd holdes tilbake i selskapet (Helbæk & Lindset, 2007 s. 113). I virkeligheten vil man imidlertid ikke stå overfor slike ideelle forhold. Spørsmålet blir da om utbyttepolitikken i et selskap har betydning for aksjekursen på lang sikt. “Det har vært gjort mange undersøkelser på dette området, og den mest vanlige oppfatningen er at utbyttepolitikken har liten eller ingen betydning for aksjenes verdi” (Helbæk & Lindset, 2007 s. 115).

Ved å investere i aksjer vil man bli eksponert for ulike former for risiko. Det skilles som regel mellom systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko er den markedsspesifikke risikoen som viser selskapets risikoeksponering overfor diverse markedsvariabler som for eksempel renter, inflasjon, arbeidsledighet m.m. Dette er risiko som angår alle aksjer og aktivaklasser. Usystematisk risiko omhandler den bedriftsspesifikke risikoen. Eksempler på dette kan være korrupsjon i styret til et selskap eller manglende egenskaper i ledelsen til å drive selskapet lønnsomt. Ved å investere i en enkeltaksje vil den totale risikoen være summen av den systematiske og den usystematiske risikoen. Dersom man derimot investerer i flere aksjer som ikke har spesielt mye med hverandre å gjøre, vil man ha muligheten til å eliminere noe av risikoen, nemlig den usystematiske risikoen. Dette kalles for diversifisering.

Moderne porteføljeteori har sitt opphav i arbeidet til Harry M. Markowitz. Ideen hans var å konstruere porteføljer som hadde så lav risiko som mulig for en gitt avkastning gjennom effektiv diversifisering. Dette gjorde han ved å spre kapitalen på flere investeringer som ikke varierer i takt, slik at mest mulig risiko kunne fjernes (diversifiseres bort). Denne metoden er noe de fleste profesjonelle investorer benytter seg av i dag.

Det finnes flere fordeler ved å investere i aksjer. For det første er det instrumentet som historisk sett har gitt best avkastning over tid. Forventet langsiktig realavkastning, inkludert utbytte, ligger på mellom 5-7 prosent (Mjølhus, 2007 s. 65). Aksjer er nemlig mer risikable enn de fleste andre instrumenter, og investorene må derfor over tid kompenseres for den ekstra risikoen de tar, jf. ovenfor om forskjellene mellom egenkapital og gjeld. Begrepet “over tid” er likevel lite presist og ofte feil brukt. “Statistisk sett må man opp i 20-30 års horisont for å være “sikker” på å få høyere avkastning på aksjer enn obligasjoner” (Mjølhus, 2007 s. 64). Aksjer kan uansett fungere som en sikring mot inflasjon på lang sikt, da prisene og overskuddene vil kunne økes like mye som denne. I tillegg kan selskap stige flere 100 prosent i verdi, selv om muligheten for tap er begrenset til 100 prosent. Børsnoterte aksjer er også likvide, slik at det er lett å realisere gevinst/tap dersom investoren skulle ønske det. En annen stor fordel er at aksjer gir stemmerett på generalforsamlingen, og gjør at investoren kan være med på å bestemme hvilken retning selskapet skal ta. Aksjeinvesteringer er også skattemessig gunstig på lang sikt. Dette fordi gevinstbeskatningen utsettes i tid og gjør at nåverdien av gevinstbeskatningen blir mindre enn skatt på renteinntekter. Personlige investorer skattlegges med 28 prosent av aksjeinntekt, fratrukket et skjermingsfradrag, mens selskapsinvestorer skattlegges med 0,84 prosent. Dersom deltakerne i et selskap ønsker å ta ut gevinsten fra selskapet må de imidlertid betale 28 prosent skatt av utbyttet. Selskapet som betaler ut utbytte får, som forklart tidligere, ikke fradrag for dette.

Ulemper ved investering i aksjer kan blant annet være at de svinger mye på kort og mellomlang sikt. Volatiliteten ligger gjerne mellom 15-30 prosent, noe avhengig av land (Mjølhus, 2007 s. 65). For investorer som ikke kan stå løpet gjennom en nedgangskonjunktur kan aksjer derfor være svært risikabelt. I tillegg har aksjeeierne prioritet etter all gjeld selskapet måtte ha, og kan dermed ikke få utbetalt noe før långiverne har fått sitt. Også ved en eventuell konkurs står de tilbake for all gjeld. En annen ulempe er at investeringshorisonten bør være relativt lang, og minst 5 år (Mjølhus, 2007 s. 65). Dette fordi aksjemarkedet går i lange sykluser, og en nedgangsperiode kan strekke seg over hele 10-20 år. Nedgangsperiodene kan skyldes både lavere verdivurdering av aksjene eller perioder med svak vekst i selskapenes resultater. En tredje ulempe er at aksjer kan svinge både med og motsatt av andre aktivaklasser, og utviser derfor usystematisk korrelasjon. Dette bidrar til å gjøre investering i aksjer enda mer uforutsigbart. I tillegg kan ikke investoren forvente store utbytter samtidig med stor kursgevinst. Dette henger sammen med at dividenden (utbytte) og reinvestering av

denne har mye å si for avkastningen på lang sikt (Mjølhus, 2007 s. 65). Hvis dividenden ikke reinvesteres, blir avkastningen på lang sikt mye lavere. En siste ulempe er at det er vanskelig å velge hvilke selskaper en skal investere i. For ikke-profesjonelle investorer kan derfor aksjefond være et godt alternativ.

Investering i aksjer egner seg først og fremst for investorer som har stor tro på bestemte selskaper. Dette fordi avkastningen avhenger av hvordan det går med dem. Dersom de overgår forventningene og gjør det bra har investorene potensiale til å motta store utbytter og/eller kursgevinster. Går det derimot dårlig kan de risikere å tape hele investeringen. Investorer som velger å investere i aksjer bør derfor være villig til å påta seg denne risikoen. Da volatiliteten er høy og aksjemarkedet går i lange sykluser bør også investeringshorisonten være relativt lang. Investering i aksjer passer også bra for investorer som ønsker kontroll over selskapet. Ved å investere i aksjer kjøper de nemlig deler av selskapet og kan dermed kontrollere en prosentandel av det.

4.2. Egenkapitalbevis

Egenkapitalbevis (tidligere grunnfondsbevis) er et egenkapitalinstrument som ligner på en aksje, men som skiller seg fra en aksje når det gjelder eierrett til selskapsformuen og innflytelse i selskapets organer. Egenkapitalbevis kan utstedes av sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper. Det mest vanlige er sparebanker.

Til forskjell fra aksjer gir egenkapitalbevis ikke eierrett til selskapsformuen i den utstedende sparebanken. Det gis heller ikke den samme innflytelsen i selskapets organer. Maksimalt 40 prosent (og minimum 20 prosent) av forstanderne i forstanderskapet kan lovmessig velges av egenkapitalbevisene. Forstanderskapet er sparebankens øverste organ og det er de som blant annet velger sparebankens styre. Til forskjell fra banker formet som aksjeselskaper er her både innskytere, egenkapitalbevisere, ansatte og det offentlige ved kommunestyret eller fylkesstyret representert. Egenkapitalbevisene har ved en eventuell avvikling av sparebanken krav på å få utbetalt egenkapitalbeviskapitalen, overkursfondet og utjevningsfondet såfremt alle kreditorer i sparebanken har fått fullt oppgjør.

Egenkapitalbevisene mottar avkastning i form av utbytte eller ved at det blir satt av til et utjevningsfond. Utjevningsfondet skal bidra til å stabilisere egenkapitalbevisenes

kontantutbytte. Utbytte på egenkapitalbevis kan utdeles av sparebankens årsoverskudd og må være forenlig med forsiktig og god forretningsskikk. Det er satt restriksjoner på utbyttetildelingen ved at det årlige utbytte inkludert avsetning til utjevningfond er begrenset til egenkapitalbeviserens andel av egenkapitalen multiplisert med overskuddet. Sparebanken kan derfor ikke garantere et fast fremtidig utbytte på egenkapitalbevisene. Størrelsen på utbytte vil ellers avhenge av sparebankens driftsresultater og utbyttepolitikk.

En fordel med egenkapitalbevis i forhold til aksjer er at den innbetalte kapitalen ikke går tapt i dårlige tider før etter at den andre kapitalen, sparebankens fond, er tappet ned. Investering i egenkapitalbevis kan derfor være et fornuftig alternativ for investorer som ønsker å investere i sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper, men som ikke har behov for den samme innflytelsen som aksjer gir. Egenkapitalbevis har også vist seg å gi veldig god avkastning over tid, og har av denne grunn fått tittelen “en super-aksje” av analytiker Jon Gunnar Pedersen fra meglerhuset Arctic Securities (Aftenpostens nettsider, 2009). Begrunnelsen for denne betegnelsen var nettopp at kapitalen bak egenkapitalbevisene har en egen beskyttelse som andre aksjer ikke har. Egenkapitalbevis skattlegges på lik linje med aksjer, og har derfor også den samme skattefordelen.

Til tross for at egenkapitalbevis har vært regnet som sikre papirer, med høy og jevn utbytteandel, har de fått relativt liten oppmerksomhet fra de profesjonelle aktørene i aksjemarkedet (Aftenpostens nettsider, 2009). Dette kan muligens ha en sammenheng med egenkapitalbevisenes ulempe, nemlig at de er langt mindre omsettelige enn aksjer, og derfor kun bør brukes ved langsiktige investeringer. I tillegg gir ikke egenkapitalbevis den samme innflytelsen i selskapet som aksjer.

4.3. Tegningsretter

Aksjeloven kapittel 11 regulerer under fellesbetegnelsen “opptak av lån på særlige vilkår” tre typer av rettigheter til å kreve utstedt aksjer mot innskudd. Det samme gjør allmennaksjeloven kapittel 11, da under fellesbetegnelsen “finansielle instrumenter”. De tre typer av rettigheter til å kreve utstedt aksjer mot innskudd omfatter “lån med rett til å kreve utstedt aksjer”, “tegningsrettaksjer” og “frittstående tegningsretter”. Lån med rett til å kreve utstedt aksjer ble innført ved asl. 1976 kap. 5, mens tegningsrettaksjer og frittstående tegningsretter ikke har vært lovregulert hos oss tidligere.

Tidligere var det bare allmennaksjeselskaper som kunne benytte seg av tegningsrettaksjer og frittstående tegningsretter. Begrunnelsen for dette var ifølge lovforarbeidene at det i praksis bare er allmennaksjeselskaper som innhenter kapital fra allmennheten, og som dermed har behov for og som vil benytte seg av disse finansieringsformene (Woxholth, 2010 s. 146). Dette standpunktet var ifølge Woxholth (2010, s. 147) ikke velbegrunnet, ettersom erfaringer fra praksis viste at enkelte aksjeselskaper, særlig i forbindelse med finansieringen i oppstartsperioden, hadde behov for å kunne utstede tegningsrettaksjer og frittstående tegningsretter. Ved en lovendring høsten 2006 ble det derfor åpnet for at også aksjeselskaper kan benytte seg av disse instrumentene.

Felles for de tre typer av rettigheter til å kreve utstedt aksjer mot innskudd er at rettigheten kan gjennomføres uten at det er nødvendig med en ny beslutning av generalforsamlingen. For lån med rett til å kreve utstedt aksjer fremgår dette av asl./asal. §§ 11-1 første ledd, 11-2 første ledd annet punktum og 11-7 første ledd tredje punktum. For tegningsrettaksjer fremgår det samme av asl./asal. § 11-10 første ledd og henvisningen til § 11-7 i asl. § 11-11 andre ledd tredje punktum og asal. § 11-11 tredje ledd tredje punktum. For frittstående tegningsretter fremgår det av asl./asal. § 11-12 første ledd og henvisningen til § 11-7 i § 11-13 tredje ledd.

I forhold til de alminnelige regler om forhøyelse av aksjekapitalen ved nytegning gjør reglene i kapittel 11 unntak fra to viktige prinsipper (Andenæs, 2006 s. 541). For det første brytes prinsippet om at det er generalforsamlingen eller styret i medhold av fullmakt som skal beslutte om, og i tilfelle når, aksjekapitalen skal søkes forhøyet. Rettighetshaveren kan nemlig til enhver tid kreve utstedt aksjer. For det andre har ikke aksjonærene fortrinnsrett dersom rettighetshaveren krever utstedt aksjer, noe som bryter med prinsippet om aksjonærenes fortrinnsrett. "Slik sett fremstår disse finansielle instrumenter som et middel til å omgå de alminnelige regler om kapitalforhøyelse" (Andenæs, 2006 s. 541).

Lovgiverens holdning kan ifølge Andenæs (2006, s. 541) sies å innebære et kompromiss. På den ene siden er unntakene fra de alminnelige regler om kapitalforhøyelse ved nytegning godtatt. På den andre siden er de i stedet gitt tilsvarende anvendelse på stiftelsen av rettighetene til senere å kreve utstedt aksjer. Ved stiftelsen gjelder både prinsippet om at de må besluttes av generalforsamlingen eller i henhold til fullmakt fra generalforsamlingen, og prinsippet om aksjonærenes fortrinnsrett.

Også prinsippet om at vedtektene ikke kan fravike aksjonærenes lovbestemte fortrinnsrett, kommer til anvendelse på rett til å kreve utstedt aksjer. Det er derfor ikke adgang til å vedtektsfeste at for eksempel selskapets stiftere skal ha rett til å kreve utstedt aksjer, jf. henvisningen til § 10-4 i asl./asal. §§ 11-4 annet punktum og 11-13 første ledd annet punktum (Andenæs, 2006 s. 541).

Varigheten av retten til å kreve utstedt aksjer er begrenset til fem år fra beslutningen om å stifte den, jf. asl. §§ 11-2 tredje ledd nr. 8 annet punktum, 11-9 første ledd, 11-10 tredje ledd, 11-12 tredje ledd nr. 6 annet punktum og asal. §§ 11-2 annet ledd nr. 9 annet punktum, 11-9 første ledd, 11-10 annet ledd nr. 2 annet punktum og 11-12 annet ledd nr. 7 annet punktum.

“Hovedbegrunnelsen for at lovgivningen åpner for at tegningsretter kan utstedes, er at disse anses som et egnet virkemiddel til å få egenkapital til selskaper” (Grønland, 2009). Da det ikke er stilt noe krav til minsteinnskudd, kan i prinsippet tegningsretter utstedes uten opsjonspremie. Dette må ifølge Grønland (2009) anses som en svakhet ved ordningen fordi det innebærer at personer kan gis innflytelse over et selskap uten å betale noe vederlag for det. Grønland (2009) peker også på at en tegningsretthaver i prinsippet kan kreve et antall aksjer som innebærer at han får kontrollen med generalforsamlingen i selskapet. Ved en selskapsovertakelse kan man altså kjøpe tegningsrettene i stedet for aksjene. På grunnlag av dette mener Grønland (2009) at det kan være viktigere å sikre seg kontroll over tegningsrettene enn de utstedte aksjene. En fordel med tegningsretter som Grønland (2009) imidlertid peker på, er at lovgivningen ikke stiller rigide krav om innskudd som begrenser selskapenes valgfrihet.

Videre skal vi nå se mer spesifikt på tegningsrettaksjer og frittstående tegningsretter. Lån med rett til å kreve utstedt aksjer (konvertible obligasjoner) kommer vi tilbake til under den delen som omhandler hybridinstrumenter.

4.3.1. Tegningsrettaksjer

Tegningsrettaksjer er regulert i asl./asal. §§ 11-10 og 11-11 og er en nydannelse i forhold til asl. 1976. Ved tegningsrettaksjer kan aksjetegneren gis rett til senere å kreve utstedt en eller flere nye aksjer mot innskudd. Innskuddet er ikke begrenset til innskudd i penger, slik som

ved lån med rett til å kreve utstedt aksjer etter § 11-1, men mye taler for å tolke § 11-10 første ledd første punktum slik at innskudd betyr innskudd i penger (Andenæs, 2006 s. 554).

“Utformingen av lovens regler om tegningsrettaksjer må ses på bakgrunn av at retten stiftes i forbindelse med tegning av aksjer ved en vanlig kapitalforhøyelse ved nytegning. Reglene om kapitalforhøyelse ved nytegning i lovens kapittel 10 kommer altså til anvendelse uansett” (Andenæs, 2006 s. 554). Betydningen av §§ 11-10 og 11-11 er å supplere kapittel 10 når tegningsvilkårene omfatter rett til senere å kreve utstedt ytterligere aksjer. Reglene i §§ 11-10 og 11-11 er derfor enklere enn reglene om lån med rett til å kreve utstedt aksjer, som vi skal komme tilbake til senere i oppgaven.

For aksjeselskaper kan ikke retten til å kreve utstedt nye aksjer skilles fra aksjen, jf. asal. § 11-10 annet ledd. For allmennaksjeselskaper er det derimot opp til selskapet å avgjøre om retten skal kunne skilles fra aksjen, jf. asal. § 11-10 annet ledd nr. 6. Ifølge Andenæs (2006, s. 555) kan ikke generalforsamlingen gi styret fullmakt til å beslutte kapitalforhøyelse ved nytegning av tegningsrettaksjer.

Fordelen for selskapet ved bruk av tegningsrettaksjer ligger i at det kan være en fleksibel ordning til å få inn ny egenkapital på. Tilførselen av kapital kan skje over et lengre tidsrom, og det er ikke stilt noe krav til minsteinnskudd. Ulempen er at rettighetshaveren under enhver omstendighet selv velger om han vil benytte seg av tegningsretten. Dette kan føre til stor usikkerhet og lite kontroll.

For investoren er den største fordelen at tilførselen av kapital kan skje over et lengre tidsrom, noe som fører til at han har lengre tid på seg til å ordne finansieringen for de nye aksjene. Retten til å kjøpe flere aksjer vil bare ha en verdi dersom det er grunn til å tro at selskapet stiger i verdi, og må ses i sammenheng med hvilken pris som er bestemt at skal ytes for de nye aksjene. Retten vil bare bli brukt dersom denne prisen ligger under aksjenes kurs på innløsningstidspunktet. I likhet med aksjer egner tegningsrettaksjer seg derfor best for investorer som har stor tro på at selskapet vil gå bra. En annen fordel er at retten ikke trenger å bli utøvet dersom det skulle gå dårlig med selskapet. I så tilfelle taper investoren kun verdien av selve tegningsretten. Ved å gjøre bruk av retten oppnår han også økt innflytelse i selskapet fordi han da får flere stemmer på generalforsamlingen. Tegningsrettaksjer passer derfor også bra for investorer som ønsker kontroll over selskapet. Skattleggingen av

tegningsrettaksjer er som for vanlige aksjer, og de har derfor også den samme skattefordelen.

Den største ulempen ved investering i tegningsrettaksjer er at varigheten av tegningsretten er begrenset. Investoren må derfor tro at han ønsker å kjøpe flere aksjer i selskapet i løpet av den perioden som er bestemt. Hvis ikke vil tegningsretten bli verdiløs. Som vi så ovenfor er denne perioden begrenset til maksimalt fem år fra beslutningen om å stifte retten. Tegningsrettaksjer krever også en forholdsvis omstendelig prosedyre i etableringsfasen, noe som ofte gjør det tungvint og tidkrevende både for investoren og selskapet.

4.3.2. Frittstående tegningsretter (warrants)

Frittstående tegningsretter, også kalt warrants, er regulert i asl./asal. §§ 11-12 og 11-13 og er også en nydannelse i forhold til asl. 1976. Frittstående tegningsretter er i § 11-12 første ledd første punktum definert som “rett til senere å kreve utstedt én eller flere nye aksjer i selskapet”. Det sies ikke klart og tydelig at retten er betinget av aksjeinnskudd fra rettighetshavernes side, men dette fremgår av sammenhengen. Ifølge Andenæs (2006, s. 555) kan det også være grunn til å innfortolke et krav om at det må være tale om innskudd i penger.

Warrants er et samlebegrep økonomer bruker på en rekke finansielle instrumenter. Fellesnevneren er at de gir en rett, men ikke en plikt, til på et tidspunkt å kjøpe et underliggende objekt til en på forhånd avtalt pris. Warrants kategoriseres i to hovedgrupper: tradisjonelle warrants og covered warrants (Abrahamsen & Ringset, 2009 s. 6). Tradisjonelle warrants utstedes av selskapet selv på egne aksjer, og oppfyllelse av kontrakten skjer ved utstedelse av nye aksjer. Frittstående tegningsretter er altså et eksempel på en tradisjonell warrant. Covered warrants utstedes av investorer på aksjer de eier i et annet selskap, eller av en uavhengig tredjepart (bank, finansinstitusjon o.l.) som tilbyr investorer å kjøpe warrants på ulike typer underliggende. Underliggende kan da være enkeltelskaper, en portefølje av selskaper, valuta, råvarer, renter, aksjeindekser m.m. Det finnes covered warrants som handles på børs og som ikke handles på børs. De som ikke handles på børs er ofte mer komplekse produkter og har et videre spekter av underliggende aktiva (Abrahamsen & Ringset, 2009 s. 6). Begrepet covered warrants referer til en felles betegnelse av investeringsprodukter som gir en rett til å spekulere i prisutviklingen på et underliggende aktivum. En investering her gir mulighet til å delta med en stor eksponering i markedet med en relativt liten kapitalinnsats. En stigning i det bestemte markedet gir mulighet for en meget god avkastning ved investering av

et begrenset beløp. Dette kalles gjerne for en gearing-effekt. Dersom man har investert i en kjøpswarrant, og det underliggende markedet som warranten følger er uforandret, eller har sunket innen forfallsdagen, blir warranten verdiløs, og det investerte beløpet tapes. Det er derfor verdt å merke seg at covered warrants er en investering med høy risiko, og investoren må kunne tåle å tape hele investeringsbeløpet.

En warrant kan på mange måter sammenlignes med en opsjon i den grad at det gir en rett til å kjøpe et underliggende til en på forhånd bestemt pris og på eller innenfor en bestemt dato i fremtiden. Imidlertid avviker warrants fra opsjoner på en del områder.

Tradisjonelle warrants innebærer at selskapet som har utstedt warranten, må utstede nye aksjer dersom den innløses. Dette fører til at totalt antall utestående aksjer vil øke, noe som ikke er tilfellet ved vanlige kjøpsopsjoner, der utstederen av opsjonen leverer en aksje som allerede er utstedt. I sistnevnte tilfellet vil antallet aksjer i markedet være det samme som før, også etter at opsjonen er innløst. Denne forskjellen resulterer i at en tradisjonell warrant og en opsjon på samme selskap med samme innløsningskurs og innløsningsdato ikke vil ha samme pris. På grunn av utvanningseffekten vil en warrant alltid være lavere priset enn en tilsvarende opsjon.

Covered warrants skiller seg først og fremst fra opsjoner ved at de er basert på ulike vilkår. Mens opsjonene som handles på Oslo Børs er basert på et sett standardvilkår, kan vilkårene for warrants variere mer (Abrahamsen & Ringset, 2009 s. 9). Dette gjør det kanskje enda viktigere for investoren å undersøke nøye hva en eventuelt står overfor av plikter og rettigheter ved å gå inn i slike produkter. For børsnoterte opsjoner er det mange forskjellige markedspleiere (market makers) som stiller priser. Som investor vet du derfor ikke hvem du handler opsjonen av. I tillegg blir opsjonene "clearet" av Oslo Clearing. Det vil si at Oslo Clearing tar på seg rollen som motpart mellom kjøper og selger og garanterer kontraktoppfyllelse ved å stå som selger mot kjøper og kjøper mot selger (Abrahamsen & Ringset, 2009 s. 9). En konkurs av den markedspleieren som egentlig skulle vært motpart ville derfor ikke påføre investoren noe tap. Warrants er ikke omfattet av et tilsvarende clearingsystem. Her er det utsteder eller markedspleieren som selv er motpart og som står som garantist (Abrahamsen & Ringset, 2009 s. 9). Dette er med på å gjøre investoren mer sårbar med tanke på en eventuell konkurs av denne markedspleieren. En annen forskjell er at opsjoner som regel gir en faktisk leveranse av underliggende aksje, mens warrants som oftest

blir kontantavregnet. En siste forskjell er at en kan kjøpe og selge opsjoner om hverandre slik man selv ønsker, mens warrants må være kjøpt før den kan selges igjen (Abrahamsen & Ringset, 2009 s. 9).

Frittstående tegningsretter, eller tradisjonelle warrants, er en finansieringsform som særlig kan være aktuelt for selskaper i oppstartsfasen siden det sikrer selskapet ny egenkapital i fremtiden. Investorene må samtidig ut med et relativt lite beløp for selve tegningsretten, noe som kan gjøre det enklere å finne investorer til selskapet. På samme måte som ved tegningsrettaksjer kan rettighetshaveren under enhver omstendighet selv velge om han vil benytte seg av tegningsretten. Dette gjør det til en usikker finansieringsform som det kan være vanskelig å se konsekvensene av. Derfor vil en slik ordning trolig være mest aktuell i store selskaper som har tilgang på profesjonell kompetanse.

Som ved tegningsrettaksjer er den største fordelen for investoren at tilførselen av kapital kan skje over et lengre tidsrom. Investorer som venter på å få orden på finansieringen til kjøp av aksjer, kan derfor kjøpe frittstående tegningsretter i stedet for. Retten til å bli aksjeeier vil være en fordel dersom det er nærliggende at selskapet stiger i verdi, og må bedømmes på bakgrunn av hvilken pris som er bestemt at skal ytes for aksjene. Retten vil bare bli brukt dersom denne prisen ligger under aksjenes kurs på innløsningstidspunktet. Som ved tegningsrettaksjer egner derfor frittstående tegningsretter seg best for investorer som har stor tro på at selskapet vil gå bra. Heller ikke her trenger retten å bli utøvet dersom det skulle gå dårlig med selskapet. I så tilfelle taper investoren kun verdien av tegningsretten. En annen fordel er at han ved å gjøre bruk av retten oppnår innflytelse eller økt innflytelse i selskapet fordi han da får stemmerett eller flere stemmer på generalforsamlingen. Frittstående tegningsretter passer derfor også bra for investorer som på sikt ønsker kontroll over selskapet. Av denne grunn brukes tildeling av tegningsretter også som insentivordning i forhold til ledende ansatte. Frittstående tegningsretter er skattepliktig på lik linje med aksjer, men det er jo ikke mulig å få utbytte på disse. Ulempene er i hovedsak som for tegningsrettaksjer: varigheten av retten er begrenset, og det kreves en forholdsvis omstendelig prosedyre i etableringsfasen.

5. Gjeldsinstrumenter

Dersom den innskutte kapital ikke er tilstrekkelig til å finansiere selskapets virksomhet, vil det være nødvendig for selskapet å oppta lån eller kreditter på annen måte. Disse tilførselene inngår som deler av selskapets fremmedkapital.

Aksjeloven har ingen detaljert regulering om fremmedfinansiering. Lån til selskaper er derfor i prinsippet en sak for styret og daglig leder, unndratt aksjeeierne og generalforsamlingen, og underlagt alminnelige kontraktsrettslige regler (Woxholth, 2010 s. 134).

Finansielle instrumenter som gir adgang til å bli eier i selskapets gjeld kalles gjerne for gjeldsinstrumenter, eller låneinstrumenter. Eksempler på dette kan være vanlige lån, obligasjoner og sertifikater.

5.1. Lån

En vanlig låneavtale er en finansiell transaksjon hvor en part (långiver) går med på å gi en annen part (låntaker) en viss sum penger med en forventning om total tilbakebetaling. De konkrete vilkårene for et lån er ofte stavet ut i form av et gjeldsbrev eller annen kontrakt. Låntakeren må godta tilbakebetalingsvilkårene, herunder det skyldige beløp, rente og forfallsdatoer. Når man låner penger til en bank i form av innskudd på en bankkonto får man renter fra banken. Slike investeringer kalles gjerne bare for innskudd.

Den største fordelen til lån og innskudd er at de gir en sikker og forutsigbar avkastning for investoren. Renten svinger lite og långiverne har prioritet foran aksjonærene. Långiveren taper derfor kun hvis selskapet ikke kan betale tilbake til sine kreditorer. Bankinnskudd er i tillegg, i de fleste norske banker, sikret med inntil 2 millioner per kunde per bank gjennom Bankenes sikringsfond. Innskudd er også veldig likvide, og derfor praktisk å bruke til transaksjoner eller som en buffer.

Ulempen til lån og innskudd er først og fremst at forventet avkastning er veldig lav. Dette henger sammen med den lave risikoen som er knyttet til disse investeringene. Lån og innskudd gir heller ingen stemmerett på generalforsamlingen, og investoren kan derfor ikke

være med på å påvirke selskapets ledelse.

Når det gjelder skatt må både personlige investorer og selskapsinvestorer betale 28 prosent skatt på renteinntektene. Selskapet som er låntaker får tilsvarende fradrag for renteutgiftene. Personlige investorer som gir lån til et selskap som omfattes av aksjonærmodellen må i tillegg betale en ekstraskatt på lånerenter ut over et visst nivå. Hvis et lån realiseres, ved innløsning eller ved overdragelse til tredjemann, er gevinsten som utgangspunkt ikke skattepliktig. Unntak gjelder hvis fordringen har karakter av mengdegjeldsbrev (eller er eid i næring). Med mengdegjeldsbrev menes obligasjoner som er gjenstand for omsetning i organiserte markeder, hvorav det utstedes eller registreres mange i sammenheng og med lik tekst (Finans- og tolldepartementet, 1999).

5.2. Obligasjoner

En obligasjon er et rentebærende verdipapir, et lånebevis, som har en rentebindingstid på mer enn ett år. Obligasjoner innebærer at mange investorer til sammen kan tegne seg for et lån, i motsetning til f.eks. vanlige banklån, hvor banken selv som regel er eneste kreditor. De fleste obligasjoner er notert på Oslo Børs og kan handles gjennom banker eller private meglerforetak. Obligasjoner blir utstedt av både stat, kommuner og selskaper.

Ved kjøp av obligasjoner mottar investoren et verdipapir som gir eieren en forhåndsavtalt kontantstrøm i form av pålydende renteutbetalinger (kupongrenten multiplisert med obligasjonens pålydende) og avtalt tilbakebetaling av pålydende, normalt ved forfall. Dersom obligasjonen ikke har noen kupongbetalinger, vil selger av obligasjonen kun betale pålydende verdi ved forfall, men da vil obligasjonen normalt legges ut til en verdi under pålydende. Det som driver prisen på en obligasjon, er selvsagt kupongbetalingene, men også rentenivået. Det er et omvendt forhold mellom kursen på en obligasjon og endringer i markedsrenten. Dersom for eksempel markedsrenten stiger vil kursen på en obligasjon umiddelbart falle. Hvor mye den faller avhenger av hvor mye renten stiger og hvor lenge det er til forfall. Avkastningen på obligasjoner kommer i form av kompensasjon for tidsverdi av penger, inflasjonsforventningene og kredittrisiko (risikoen for at utstederen ikke kan betale). Jo lengre løpetid for obligasjonen, jo større er usikkerheten rundt disse kompensasjonene.

Investorer har normalt hatt obligasjoner i sine porteføljer av tre årsaker (fordeler):

direkteavkastning, diversifisering og sikkerhet mot økonomisk dårlige tider (Mjølhus, 2007 s. 91). Med direkteavkastning menes kupongbetalingene som gjør at eieren av obligasjonen får en inntekt som han kan benytte til å reinvestere i andre obligasjoner, investere i andre finansielle instrumenter eller bruke til konsum. Obligasjoner gir med andre ord en forutsigbar nettoavkastning. Realavkastningen er derimot ikke forutsigbar fordi inflasjonen er uforutsigbar og vil spise opp pengeverdien over tid. Forventet langsiktig realavkastning ligger på mellom 1-4 prosent (Mjølhus, 2007 s. 83). Man får også direkteavkastning fra aksjer gjennom utbytte, men direkteavkastningen på obligasjoner er ofte høyere (Mjølhus, 2007 s. 92). I tillegg er det mindre risiko forbundet med kupongbetalingene i forhold til utbytte. Obligasjonseiere har prioritet foran aksjonærene, og kursene svinger mindre. Volatiliteten ligger på mellom 2-10 prosent, avhengig av løpetid og kredittrisiko (Mjølhus, 2007 s. 83). Likviditeten er også svært god, med unntak av for eksempel industriobligasjoner (Mjølhus, 2007 s. 84).

Med diversifisering menes at investoren sprer investeringene sine på flere finansielle instrumenter, og på denne måten reduserer risikoen. "Mange investorer har gjennom årene benyttet obligasjonsmarkedet som en aktivaklasse i sine porteføljer for å redusere porteføljerisikoen" (Mjølhus, 2007 s. 92). Grunnen til dette er at obligasjoner ofte er ukorrelerte med aksjer, og derfor gir en god diversifiseringseffekt. "Markedsfaktorer som normalt har betydelig negativ innvirkning på aksjemarkedet, kan ha liten, ingen eller positiv innvirkning på obligasjonsmarkedet" (Mjølhus, 2007 s. 92).

Med sikkerhet mot økonomisk dårlige tider menes at obligasjonen vil bli mer verdt dersom økonomien stagnerer og har lav eller ingen vekst. Siden inflasjonen normalt synker i slike tilfeller vil kupongutbetalingene og tilbakebetaling av pålydende få mer kjøpekraft enn tidligere. "En stagnasjon i økonomien resulterer også normalt i at selskapers inntekter og profitt blir lavere, noe som peker i retning av at obligasjoner vil gi en bedre inntekt enn aksjer hvor avkastningen trolig vil være negativ, og hvor dividendene kanskje uteblir" (Mjølhus, 2007 s. 93). Dersom konjunkturedgangen er så alvorlig at prisene begynner å falle, står man overfor det som kalles deflasjon. Dette vil i så fall gjøre sikre obligasjoner enda mer attraktive. I så tilfelle vil statsobligasjoner være det beste å eie, da man kan være nesten helt sikker på at staten betaler.

Den største ulempen ved investering i obligasjoner er helt klart den lave avkastningen. I

forhold til risiko og aksjer har obligasjoner gitt skuffende avkastning historisk sett (Mjølhus, 2007 s. 84). En annen ulempe er at de fleste obligasjoner er utstedt i nominelle størrelser, noe som gjør at det oppstår en inflasjonsrisiko. I tillegg er kredittrisiko en klar negativ faktor. “Med unntak av de fleste stater i den vestlige verden er det alltid knyttet usikkerhet til om utstederen av obligasjonen kan betale tilbake lånet” (Mjølhus, 2007 s. 84). En del obligasjoner gjør det også mulig for utstederen å innløse lånet før tiden, men denne risikoen skal være gjenspeilet i prisingen (Mjølhus, 2007 s. 84). Obligasjoner gir heller ikke stemmerett på generalforsamlingen, og skattlegges på samme måte som vanlige lån.

5.3. Sertifikater

Et sertifikat er et rentepapir som i likhet med obligasjoner innebærer at investorer kan kjøpe en liten del av et lån. Til forskjell fra obligasjoner er løpetiden begrenset til ett år. Også de fleste sertifikater er notert på Oslo Børs og kan handles gjennom banker eller private meglerforetak. Sertifikater blir utstedt av kommuner og selskaper, mens kortsiktige statspapirer i stedet heter statskasseveksler.

Fordelen ved investering i sertifikater er i hovedsak de samme som for obligasjoner, altså direkteavkastning, diversifisering og sikkerhet mot økonomisk dårlige tider. På grunn av den kortere løpetiden er imidlertid volatiliteten noe lavere.

Den største ulempen ved investering i sertifikater er at det knapt er realavkastning over tid. Forventet langsiktig realavkastning er ikke mer enn 0-2 prosent (Mjølhus, 2007 s. 94). Inflasjon og skatt gjør at pengene over tid så vidt klarer å beholde kjøpekraften. Det er også en reinvesteringsrisiko. Om du for eksempel får 8 prosent p.a. på et innskudd på et halvt års plassering, kan du risikere å få bare 2 prosent når de igjen må investeres. Sertifikater gir ikke stemmerett på generalforsamlingen, og skattlegges på lik linje med obligasjoner og vanlige lån.

6. Hybridinstrumenter

Innskudd av egenkapital og gjeld behandles som regel ulikt både i selskaps-, regnskaps-, og skattemessig sammenheng. Dersom en ser selskap og kapitalinnskyter under ett, vil for

eksempel skattemessig klassifisering som gjeld ofte være gunstigere enn klassifisering som egenkapital. For å utnytte dette har både nasjonale og internasjonale selskaper begynt å bruke finansielle instrumenter som har trekk av både egenkapital og gjeld (Kvinge & Gran, 2008 s. 30). Finansiering ved hjelp av slike instrumenter kalles gjerne for hybridfinansiering.

Det finnes ingen klar rettslig definisjon av hybridinstrument. “Begrepet er en konstruksjon – en merkelapp – som er satt på en rekke finansielle virkemidler i finansnæringen” (Kristiansen & Veum, 2002 s. 117). Den alminnelige avtalefriheten gjør at partene i en innskuddsavtale i utgangspunktet står fritt til å avtale hvilke vilkår som skal gjelde for innskuddet. Navnene som settes på ulike kapitalinnskudd har i seg selv ingen rettslig betydning i den forstand at de ikke gir noen rettsvirkning etter sin betegnelse. “Det er innholdet i avtalene, og de konkrete vilkår knyttet til hvert enkelt innskudd, som er avgjørende for klassifiseringen” (Kvinge & Gran, 2008 s. 37). Et eksempel på dette er CBK/DnB-saken (banksakene) sammenholdt med Petro-Canada-saken. I førstnevnte sak ble begrepet preferanseaksjekapital klassifisert som egenkapital, mens det i sistnevnte ble klassifisert som gjeld.

CBK/DnB-saken, inntatt i Rt. 2001 s. 851 (Utv. 2001 s. 1251), gjaldt ligningen til Christiania Bank og Kredittkasse ASA og Den Norske Bank ASA. Under bankkrisen tidlig på 1990-tallet ble disse bankene tilført kapital fra ulike fond, først og fremst for å redde dem fra konkurs. Innskuddene ble gjort i form av preferansekapital og preferanseaksjekapital. Et sentralt spørsmål Høyesterett tok stilling til var om innskuddene måtte klassifiseres som egenkapital eller gjeld. Saken endte med at innskuddene ble klassifisert som egenkapital, med den virkning at CBK fikk rett til å fremføre et underskudd på ca. 2,7 milliarder, mens DnB fikk rett til å fremføre et underskudd på ca. 2,2 milliarder (Kvinge & Gran, 2008 s. 36).

Petro-Canada-saken, inntatt i Utv. 2004 s. 36, gjaldt ligningen til Petro-Canada Norway. Petro-Canada, et canadisk selskap, var morselskap til Petro-Canada Norway. Morselskapet hadde gjort et innskudd av såkalt preferanseaksjekapital i det norske datterselskapet. Spørsmålet i saken var om preferanseaksjekapitalen var egenkapital eller gjeld. Oslo Tingrett kom frem til at innskuddet var gjeld, noe som medførte at datterselskapet hadde rett til fradrag for utbetaling av avkastning til morselskapet, samt rett til å fradragføre valutatap som var knyttet til kapitalinnskuddet (Kvinge & Gran, 2008 s. 36).

I forhold til klassifisering av hybridinstrumenter reiser det seg to hovedspørsmål (Kristiansen

& Veum, 2002 s. 125). Det første er om hybridkapital alltid må klassifiseres som enten egenkapital eller gjeld, eller om det kan klassifiseres som et nytt og selvstendig instrument (såkalt *sui generis*). Det andre er hvilke kriterier som skal være avgjørende ved klassifiseringen, dersom det må klassifiseres som enten egenkapital eller gjeld. Kristiansen & Veum (2002, s. 125) spør seg om man i så fall skal legge mest vekt på den formelle selskapsrettslige betegnelsen, eller til underliggende økonomiske realiteter. Dersom det klassifiseres som *sui generis* finnes det ingen kjent referansekategori å sammenligne med. Kapitalen vil da være et selvstendig instrument, hvor de ulike rettslige virkninger av bruken av instrumentet må løses på selvstendig basis. Høyesterett klargjorde i dom i CBK/DnB-saken at hybridkapital ikke er *sui generis*, og at det etter en samlet vurdering må fastlegges om likheten er størst med egenkapital eller gjeld. Kapital som er klassifisert som egenkapital i Norge, vil likevel kunne anses som gjeld i utlandet, og motsatt (Kristiansen & Veum, 2002 s. 126).

Det kan imidlertid være vanskelig å operasjonalisere kriteriene for vurderingen mellom egenkapital og gjeld (Matre, 2011 s. 47). Telecomputing-saken, inntatt i Rt. 2010 s. 790 (Utv. 2010 s. 1083), fremhever at det sentrale kriteriet for lån er om det foreligger en alminnelig tilbakebetalingsplikt (Matre, 2011 s. 47). Dette stemmer også overens med den definisjonen av gjeld som ble brukt i CBK/DnB-saken (Matre, 2011 s. 89). “Men ettersom Høyesterett også har ansett permanente eller svært langvarige investeringer som gjeld, kan betalingsplikt (for hovedstol) ikke sies å være verken et nødvendig eller tilstrekkelig vilkår for å klassifisere kapitalbidraget som gjeld” (Matre, 2011 s. 179). Klassifiseringen av investeringer i selskap som egenkapital eller gjeld, beror derfor ikke bare på betalingsplikten, men også på en rekke andre momenter. Dette er grundig behandlet både i Kvinge & Gran (2008) – Hybridfinansiering av aksjeselskaper, og Matre (2011) – Studier i det skatterettslige rentefradraget, kapittel 6.

Utviklingen av hybridinstrumenter har vært motivert av en rekke faktorer (Kristiansen & Veum, 2002 s. 118). Utsteders ønske om å skaffe kapital på billigst mulig måte har stått sentralt. Dette kan gjøres på to måter: ved å knytte typiske egenkapitalkomponenter til en klassisk låneavtale, såkalte “equity kickers”, eller gjennom å utnytte forskjellen i klassifisering i ulike land, dvs. at et instrument klassifiseres som gjeld i land A, mens det er egenkapital i land B. Videre i oppgaven vil vi konsentrere oss om equity kickers, og se nærmere på de mest standardiserte hybridinstrumentene.

6.1. Preferanseaksjekapital

Med utgangspunkt i en normal internasjonal utforming av generisk preferanseaksjekapital (GPak), er dette en aksjeklasse med fortrinnsrett til utbytte (Kvinge & Gran, 2008 s. 37). Preferanseaksjer har fast utbytte med kumulativ fortrinnsrett i forhold til ordinære aksjer. Det vil si at eventuelt manglende utbytte ett år tillegges utbytte senere år, og skal utbetales før utbetaling på ordinære aksjer. Av denne grunn kalles de også gjerne for utbytteaksjer. Løpetiden for preferanseaksjer er som hovedregel evigvarende og det er i utgangspunktet ingen konverteringsrett. I de tilfeller hvor selskapet har innløsningsrett vil dette vilkåret korrespondere med en betinget konverteringsrett til ordinære aksjer for investor (Kvinge & Gran, 2008 s. 37). Innløsning er begrenset til nominell verdi, og nedskrivning skjer først etter nedskrivning av ordinær aksjekapital. Preferanseaksjer har normalt ikke stemmerett eller kontrollrettigheter utover beskyttelse av egen prioritet. Ved en eventuell konkurs vil eierne av preferanseaksjer rangere før ordinære aksjer, men etter all annen gjeld.

Fordelen med investering i preferanseaksjer er at de både har høyere utbytte, og at de handles med rabatt i forhold til ordinære aksjer (Eide, 2010). Dette kommer blant annet av at de ikke har stemmerett, og at de er mindre likvide enn ordinære aksjer. Selv om differansen mellom utbytte på preferanseaksjer og ordinære aksjer ser relativt ubetydelig ut ved første øyekast, vil det ifølge Eide (2010) gi betydelig meravkastning på lang sikt. I tillegg har de kumulativ fortrinnsrett til utbytte, og bedre prioritet ved en eventuell konkurs. Skattlegging av preferanseaksjer er i utgangspunktet som for vanlige aksjer. Unntaket er dersom innskuddet som preferanseaksjekapital skulle bli klassifisert som gjeld, jf. ovenfor. I så tilfelle vil det bli skattlagt på lik linje med vanlige lån.

Ulempene ved å investere i preferanseaksjer er knyttet til manglende kontrollrettigheter og lav likviditet. Av denne grunn er de mest egnet for investorer som har en lang investeringshorisont, og som ikke ønsker kontroll over selskapet.

6.2. Preferansekapital

Begrepet preferansekapital dukker opp i banksakene nevnt ovenfor, og er sammen med preferanseaksjekapital navnet på de innskuddene som CBK og DnB fikk av tre forskjellige

fond under bankkrisen på starten av 1990-tallet (Kvinge & Gran, 2008 s. 38).

Det ble i forskrift av 29.april 1991 nr. 289 (nå erstattet av forskrift av 29. november 1991 nr. 763) fastsatt at Statens Banksikringsfond kunne beslutte at støtte til medlemsbank “skal gis i form av preferansekapital”, jf. § 1-2 annet ledd. I forskriftens § 1-3 er preferansekapital definert slik:

Med preferansekapital menes i disse forskriftene kapital med prioritet foran aksjekapital/grunnfondsbeviskapital, men etter ansvarlig lånekapital. For preferansekapital gjelder følgende:

- a) kapitalen gir ingen stemmerett,
- b) kapitalen gir avkastning i samme forhold som utbytte på aksjer/grunnfondsbevis,
- c) kapitalen kan etter beslutning av Fondet konverteres til ordinære aksjer/grunnfondsbevis,
- d) preferansekapitalen må godkjennes som kjernekapital etter Finans- og tolldepartementets forskrift av 1.juni 1990 nr. 435 om beregning av ansvarlig kapital for finansinstitusjoner § 3, pkt. 12.

Det sentrale i banksakene var at innskuddene skulle oppfylle kravene til kjernekapital etter forskrift av 1. juni 1990 nr. 435 om beregning av ansvarlig kapital for finansinstitusjoner (heretter kalt beregningsforskriften). Forskriften ble gitt for å styrke egenkapitaldekningen i banker (Kvinge & Gran, 2008 s. 38). For å oppfylle kravene til kjernekapital måtte følgende vilkår i § 3 nr. 12 være til stede:

Slik kapital skal:

- være fullt innbetalt,
- kunne nyttes til dekning av tap eller underskudd ved løpende drift,
- ikke gi avkastning uavhengig av det årlige driftsresultat,
- ikke kunne tilbakebetales uten ved avvikling.

Disse vilkårene viser hva staten har definert som preferansekapital i tilknytning til de institusjonene som forskriften gjelder for. Beregningsforskriften er endret flere ganger i nyere tid, og fremstår nå noe mer omfattende. Kjernekapitalen er nå delt opp i egenkapital (ren kjernekapital) i § 3, og annen godkjent kjernekapital (hybridkapital) i § 3a. Hovedinnholdet i vilkårene er i imidlertid det samme som tidligere.

Etter gjennomgangen ovenfor er det to forskjeller på preferanseaksjekapital og preferansekapital. Preferanseaksjekapital har i utgangspunktet ingen konverteringsrett, mens preferansekapital kan konverteres til ordinær aksjekapital. Videre gir preferanseaksjekapital

normalt rett til fast utbytte med kumulativ fortrinnsrett i forhold til ordinære aksjer, mens preferansekapital gir avkastning i samme forhold som utbytte på aksjer/grunnfondsbevis.

Preferansekapital er et instrument som ikke er særlig tilpasset vanlige investorer. Som vi så ovenfor har det blitt brukt i forbindelse med statlige redningspakker, og det er nok også med staten som investor det egner seg best. Det kunne kanskje vært et alternativ også for vanlige investorer dersom det gis store nok rabatter i forhold til vanlige aksjer. Avkastningen er jo i samme forhold som utbytte på vanlige aksjer, og kapitalen kan i tillegg konverteres slik at investoren får kontroll over selskapet. Denne konverteringen må imidlertid skje etter beslutning av Statens Banksikringsfond. Skattleggingen av preferansekapital kommer an på om innskuddet blir klassifisert som egenkapital eller gjeld, jf. ovenfor, og er derfor høyst usikker. Alt i alt er det mest nærliggende å tro at dette instrumentet, også i fremtiden, vil være mest aktuelt med staten som investor.

6.3. Fondsobligasjoner

Fondsobligasjoner er en type lån som tas opp av banker for å kunne utgjøre kjernekapital ved beregning av låntakerens kapitaldekning. Vilkårene for kjernekapital finner vi i beregningsforskriften og er gjengitt ovenfor.

Fondsobligasjoner kan i utgangspunktet utgjøre maksimalt 15 prosent av total kjernekapital, men i forbindelse med etableringen av Statens finansfond har Finansdepartementet lagt opp til at fondsobligasjoner som brukes for tilførsel av kjernekapital fra Statens finansfond kan utgjøre inntil 20 prosent av total kjernekapital (Finansdepartementet, 2002, 2009a og 2009b). Fondsobligasjoner kan dermed utgjøre hele 35 prosent av en banks kjernekapital (Finansdepartementet, 2009a). Det følger av lånets status som kjernekapital at lånet ikke kan innfris eller kreves innfridd uten Finanstilsynets samtykke, forutsatt at slikt samtykke er påkrevd på det aktuelle tidspunkt.

Det som skiller fondsobligasjoner fra preferansekapital er at fondsobligasjoner gir en fast, om enn overskuddsavhengig rente, mens preferansekapital bare gir rett til utbytte på linje med aksjekapital. I tillegg kan ikke fondsobligasjoner konverteres til aksjekapital (Kvinge & Gran, 2008 s. 39).

Det er flere forhold som gjør at banker er interessert i å bruke fondsobligasjoner for å øke kjernekapitalen (Halle, 2001). For det første er det en metode som kan brukes for å øke kjernekapitalen uten å utvanne aksjekapitalen. For det andre gir fondsobligasjoner økt fleksibilitet for banker i anskaffelse av ny kjernekapital, både når det gjelder type kapital og tid. I tillegg henvender trolig banken seg til en bredere investorgruppe. For det tredje kan banker som har mange eiendeler i utenlands valuta dempe svingninger i kjernekapitaldekningen ved å ta opp fondsobligasjoner sammen med utenlands valuta.

Fordelen for investoren ved investering i fondsobligasjoner er at forventet avkastning er høyere enn for andre obligasjoner. Dette kommer av at det er større risiko knyttet til fondsobligasjoner, i og med at renten kun blir utbetalt når banken går med overskudd. I tillegg har de prioritet først etter all annen gjeld banken måtte ha. Den største ulempen ved å investere i fondsobligasjoner er nettopp denne risikøkningen i forhold til vanlige obligasjoner. I tillegg begrenser de seg til å gjelde investeringer i banknæringen. På lik linje med andre obligasjoner gis det heller ikke kontroll over selskapet eller konverteringsrett til aksjer. Etter sktl. § 6-40 tredje ledd gis det fradrag for renter av fondsobligasjoner som kan likestilles med kjernekapital. Skattlegging av fondsobligasjoner er dermed som for andre obligasjoner.

6.4. Ansvarlig lånekapital

Ansvarlig lånekapital er lån med prioritet bak selskapets alminnelige gjeld, men foran egenkapitalen og fondsobligasjoner. Ansvarlig lånekapital må betjenes uavhengig av driftsresultat, og det er de rettigheter og plikter som tilkommer partene i en låneavtale som gjelder. Innskudd og nedsettelse av den ansvarlige lånekapital skjer derfor uavhengig av lovens regler om aksjekapital. Renten er kostnad og lånesummen er gjeld både skatterettslig, regnskapsmessig og i forhold til utbytteregler (Andenæs, 2006 s. 565).

I kontraktspraksis brukes uttrykket “ansvarlig lånekapital” av og til i en mer upresis betydning. “I prinsippet er kontraktens innhold avgjørende for den rettslige klassifisering, ikke hvilken terminologi den benytter” (Andenæs, 2006 s. 565). Ifølge Andenæs (2006, s. 565) kan grensen mellom ansvarlig lån og tilskudd uten karakter av lån by på problemer. Ved lån skal normalt lånesummen betales tilbake uten fradrag for tapsandel eller tillegg for gevinstandel.

Finansinstitusjoner kan bruke ansvarlig lån (i form av tilleggskapital) som en del av sin lovbestemte ansvarlige kapital. For å oppfylle kravene til tilleggskapital må følgende vilkår i beregningsforskriften § 4 være til stede:

Ansvarlig lånekapital uten fastsatt løpetid som oppfyller følgende vilkår:

- a) Særskilt samtykke fra myndighetene for opptak av slik kapital må foreligge.
- b) Midlene skal ikke kunne tilbakebetales på kreditors initiativ eller uten Finanstilsynets forhåndssamtykke.
- c) Midlene må kunne anvendes til dekning av tap eller underskudd uten at institusjonens virksomhet opphører.
- d) Låneavtalen skal inneholde en rett for låntaker til å utsette renteutbetalinger.

Ansvarlig lånekapital med fastsatt løpetid som tilfredsstiller følgende vilkår:

- Særskilt samtykke fra myndighetene for opptak av lånekapitalen må foreligge.
- Lånekapitalen skal være usikret og skal stå tilbake for institusjonens alminnelige gjeld, samt være fullt innbetalt.
- Lånet må ha en løpetid på minst 5 år. I de siste 5 år før avtalt forfall av lånet, eller av deler av lånet, skal den delen av lånekapital som kan medregnes som tilleggskapital hvert år reduseres med 20 prosent av det beløp som forfaller. Siste år før forfall medregnes ikke lånet som ansvarlig kapital.
- Låneavtalen må ikke inneholde klausuler om at lånet på kreditors initiativ kan kreves tilbakebetalt før den avtalte forfallsdato. Tilbakebetaling av lånet før avtalt forfallsdato kan ikke foretas uten Finanstilsynets forhåndssamtykke.

Ansvarlig lånekapital er lån også i forhold til aksje- og allmennaksjeloven kapittel 11. Dette betyr at det kan kombineres med rett til å kreve utstedt aksjer, eller lån med utbytte- eller resultatavhengig rente. Låneavtalen kan også inneholde ytterligere særregler uten at karakteren av lån går tapt (Andenæs, 2006 s. 565).

For investoren ligger fordelene ved ansvarlig lån i at det som regel har bedre rentebetingelser enn vanlige lån. Dette fordi han stiller seg i en mer utsatt posisjon enn andre långivere. En fordel i forhold til fondsobligasjoner er at ansvarlig lån ikke begrenser seg til bruk i bestemte næringer. Det kan med andre ord være interessant for investorer som ønsker å investere i andre bransjer enn banksektoren, men som samtidig ønsker forholdsvis høy risiko på investeringen. En annen fordel i forhold til fondsobligasjoner er at ansvarlig lån må betjenes uavhengig av driftsresultat. Ved en eventuell konkurs har de også prioritet foran dem. Ulempen med ansvarlig lån er den høye risikoen for ikke å få lånet tilbakebetalt. I tillegg får investoren heller ingen kontroll over selskapet eller konverteringsrett til aksjer. Skattlegging av ansvarlig lån er som for vanlige lån.

6.5. Konvertible obligasjoner

Konvertible obligasjoner, eller det jurister kaller “lån med rett til å kreve utstedt aksjer”, er regulert i asl./asal. §§ 11-1 til 11-9. Reglene svarer til asl. 1976 §§ 5-1 og 5-2, men er både formelt og reelt atskillig omarbeidet.

Konvertible obligasjoner er lån som gir fordringshaveren rett til å kreve utstedt aksjer mot at fordringen nyttes til motregning. Fordringshaveren frafaller da sin fordring og benytter den som innskudd for å få utstedt aksjer. Etter dette fortsetter han som ren aksjonær. Hvis lånet gir fordringshaveren rett til å kreve utstedt aksjer mot å yte innskudd i penger kalles det i stedet for “warrants”, slik vi så under emnet om frittstående tegningsretter. Fordringen kan da fortsatt bestå selv om fordringshaveren benytter seg av retten til å kreve utstedt aksjer. Fordringshaveren fortsetter i så tilfelle både som aksjonær og fordringshaver. Konvertible obligasjoner er imidlertid det som er mest aktuelt i praksis.

Forutsetninger for slike lån er blant annet at det foreligger avtale om lån, at lånets størrelse er av et slikt omfang at det foreligger et reelt lån til selskapet og at låneavtalen gir fordringshaveren *rett* til å kreve utstedt aksjer (Andenæs, 2006 s. 543). Lån med *plikt* til å bli aksjonær gir kapittel 11 i utgangspunktet ikke hjemmel for. Ifølge Andenæs (2006, s. 543) vil slike vilkår “lett svekke interessen for lånet, idet långiverens valgrett mellom kreditorposisjonen og aksjonærposisjonen er et hovedpoeng med låneformen”. I lånevilkårene kan det imidlertid gis bestemmelser om at lånet under visse vilkår skal konverteres, for eksempel hvis dette besluttet av et flertall av obligasjonseierne, eller hvis et flertall av obligasjonseierne har benyttet konverteringsretten (Andenæs, 2006 s. 543). Det selskap fordringshaveren kan kreve aksjer i, må selv slutte avtalen for at reglene i §§ 11-1 flg. skal komme til anvendelse. Ifølge Andenæs (2006, s. 544) er det trolig også et vilkår at selskapet selv er låntaker, ikke for eksempel et annet konsernselskap.

Etter asl. § 11-1 annet ledd kan retten til å kreve utstedt aksjer ikke skilles fra fordringen. Denne regelen stemmer med asl. 1976 § 5-1 annet ledd femte punktum. Forbudet har betydning for rett til å kreve utstedt aksjer mot innskudd (warrants), og innebærer at lånefordringen og tegningsretten bare kan stiftes samlet. Videre medfører det at innfrielse eller annet opphør av lånefordringen medfører bortfall også av tegningsretten. Forbudet gjelder

ikke for allmennaksjeselskaper. Det er derfor opp til selskapet å avgjøre om retten til å kreve utstedt aksjer kan skilles fra fordringen. Hvis retten til å kreve utstedt aksjer er skilt fra fordringen, vil innfrielse eller annet opphør av fordringen ikke medføre bortfall også av tegningsretten. Ved konvertible obligasjoner er retten til å kreve utstedt aksjer knyttet til det konkrete lån, og kan kun utnyttes sammen med dette.

Selve låneopptaket er regulert i §§ 11-2 til 11-6, og må ses i sammenheng med reglene om forhøyelse av aksjekapitalen ved nytegning (Andenæs, 2006 s. 544). Som nevnt i kapittelet om tegningsretter er det et hovedsynspunkt at de regler som ellers gjelder om kapitalforhøyelse ved nytegning, forskyves til å gjelde allerede ved låneopptaket.

Låneopptaket må i utgangspunktet besluttes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring, jf. § 11-2 første ledd første punktum. "Låneopptaket er i seg selv ingen vedtektsendring, men kombinert med rett for långiveren til å kreve utstedt aksjer innebærer det en betinget vedtektsendring. Kravet om flertall som for vedtektsendring er en konsekvens av dette" (Andenæs, 2006 s. 545). I aksjeselskaper kan bare aksjeeierne eller bestemte navngitte personer innbys til å tegne lånene, jf. asl. § 11-2 annet ledd. Som vi så tidligere i oppgaven begrenser også loven varigheten av retten til å kreve utstedt aksjer til fem år fra beslutningen om å stifte retten, jf. asl. §§ 11-2 tredje ledd nr. 8 annet punktum og asal. §§ 11-2 annet ledd nr. 9 annet punktum.

Ifølge § 11-4 første punktum har aksjeeierne fortrinnsrett til tegning av lån som nevnt i § 11-1. Paragrafens annet punktum gir bestemmelsene i §§ 10-4 og 10-5 tilsvarende anvendelse. Dette betyr at reglene om aksjeeiernes fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse får tilsvarende anvendelse på fortrinnsretten til å tegne lån med rett til å kreve utstedt aksjer. Når retten til å kreve aksjer gjøres gjeldende, har de øvrige aksjeeierne derimot ikke fortrinnsrett, jf. § 11-4 tredje punktum.

I låneperioden gjelder i utgangspunktet de samme reglene som for selskapets andre fordringshavere. Fordringshaveren har altså ikke stemmerett på generalforsamling, utbytterett mv. Dette fører til at fordringshaveren ikke er tilstrekkelig beskyttet mot utbetaling av utbytte ved de alminnelige utbytteregler. Derfor kan han etter omstendighetene gjøre misligholdsbeføyelser gjeldende fordi dennes rett til å kreve utstedt aksjer utvannes (Andenæs, 2006 s. 550). Ifølge Andenæs (2006, s. 550) kan fordringshaveren likevel neppe "kreve konvertering før den avtalte tid under henvisning til mislighold eller bristende

forutsetninger.”

Lånets kursutvikling er avhengig av aksjenes markedsverdi i forhold til den prisen fordringshaveren må betale for å få utstedt aksjer. Dersom markedsverdien ligger lavest, noe den ofte gjør ved låneperiodens begynnelse, vil lånets kurs variere i takt med endringer i det alminnelige rentenivå. Stiger aksjenes markedsverdi over den avtalte utstedelseskurs, følger lånets kurs etter. Ved et eventuelt salg av fordringen kan fordringshaveren innkassere kursgevinsten. Økonomisk sett kan altså fordringshaveren nyte en aksjonærs fordeler før fordringshaveren rettslig er blitt aksjonær. I praksis synes imidlertid lånets kurs ofte å ligge lavere enn det aksjekursen skulle tilsi (Andenæs, 2006 s. 551).

Konvertible obligasjoner kan være en gunstig ordning for selskapet til å få inn ny fremmedkapital. Fordelen ligger i at renten for slike lån ofte ligger under markedsrenten for ordinære lån. Ved å utstede konvertible obligasjoner i stedet for vanlige obligasjoner oppnår altså selskapet bedre rentebetingelser. Som middel til kapitalanskaffelse har imidlertid ikke konvertible obligasjoner vært noen stor suksess i Norge, men det har derimot blitt en del brukt som insentivordninger for ledende ansatte (Andenæs, 2006 s. 542).

For investoren kan konvertible obligasjoner særlig være av interesse dersom selskapet har usikre utsikter, men hvor det også foreligger store muligheter for suksess. Dersom det går dårlig har rettighetshaveren som långiver fordelen av å kunne kreve renter og tilbakebetaling selv om aksjekapitalen går tapt. Dersom det går bra kan rettighetshaveren kreve å få utstedt aksjer. Dette må bedømmes på bakgrunn av hvilken pris som er bestemt at skal ytes for disse aksjene. Retten vil bare bli brukt dersom denne prisen ligger under aksjenes kurs på innløsningstidspunktet. Poenget er altså det samme som ved tegningsretter. Konvertible obligasjoner passer også bra for investorer som ønsker kontroll over selskapet. Ved å gjøre bruk av retten oppnår han innflytelse eller økt innflytelse i selskapet fordi han da får stemmerett eller flere stemmer på generalforsamlingen. Ulempene til konvertible obligasjoner er i hovedsak som for tegningsrettaksjer. Varigheten av retten er begrenset, og det kreves en forholdsvis omstendelig prosedyre i etableringsfasen. I tillegg gir de en dårligere avkastning enn vanlige obligasjoner dersom selskapet går dårlig.

Skatterettslig er konvertible obligasjoner langt mer kompliserte enn mange av de andre instrumentene. Dette fordi de består av både et låneelement og et opsjonselement. I henhold

til fritaksmetoden betaler selskaper bare 0,84 prosent skatt på finansielle instrumenter med aksjer som underliggende objekt. Det er imidlertid uklart hvor grensen går mellom de instrumentene som omfattes av fritaksmetoden, og de som ikke gjør det. I desember 2005 uttalte Finansdepartementet at en konvertibel obligasjon er et sammensatt instrument som i første rekke har karakter av å være en fordring (Vinje, 2007). Videre uttalte de at dersom konvertible obligasjoner skulle være omfattet av fritaksmodellen, ville gevinster og tap som åpenbart ikke er utledet av de underliggende aksjene, nemlig renteelementet, også bli skattefritt/ikke fradragberettiget. I tillegg ville en ikke fått fradrag for tap på fordringen, i tilfeller hvor en ville fått det om det hadde vært en vanlig obligasjon. Finansdepartementet kom derfor frem til at konvertible obligasjoner faller utenfor fritaksmetoden, og at de skal følge de samme regler som gjelder for vanlige obligasjoner. Dette stemmer også med den tradisjonelle læren i skatterettslig teori (Stoveland, 2011). Konverteringen vil således utløse skatteplikt dersom den konvertible obligasjonen må regnes som et mengdegjeldsbrev (eller er tilknyttet skattyters næring). Den skattepliktige gevinsten settes i så fall til differansen mellom inngangsverdien på obligasjonen og markedsverdien på de aksjene som mottas ved konverteringen (Vinje, 2007). Finansdepartementets syn stemmer overens med en dom i lagmannsretten av 7. mars i år (Stoveland, 2011). Denne slo fast at konvertible obligasjoner skattemessig skal behandles som fordringer, slik at de faller utenfor fritaksmetoden.

Løsningen innebærer imidlertid at også gevinster og tap som åpenbart er utledet av de underliggende aksjene, nemlig opsjonselementet, blir skattepliktig også for aksjeselskaper, i motsetning til andre aksjerelaterte gevinster/tap (Vinje, 2007). For Vinje (2007) er det derfor vanskelig å se at det har vært meningen at konvertible obligasjoner ikke skulle omfattes av fritaksmetoden. Han peker på at “selv konverteringsretten i en slik obligasjon har klare fellestrekk med en opsjon eller en frittstående tegningsrettighet. Begge disse omfattes av fritaksmetoden”. Det viktigste elementet når det gjelder verdien av en konvertibel obligasjon vil normalt være verdiutviklingen på de underliggende aksjene. Hvis verdien av aksjene i selskapet stiger, vil obligasjonens verdi øke, på samme måte som en opsjon med samme løpetid og utøvelsespris. Etter Vinjes (2007) syn er det derfor “langt fra åpenbart at en gevinst ved konvertering av en konvertibel obligasjon bør følge de samme regler som gjelder fordringer”.

Siden aksjeloven nå åpner for at det kan utstedes frittstående tegningsretter også for vanlige aksjeselskaper, peker Vinje (2007) på at man bør vurdere å benytte lån kombinert med

frittstående tegningsretter i stedet for konvertible obligasjoner. “I forbindelse med et låneopptak kan et selskap for eksempel utstede frittstående tegningsretter til långiverne i samme forhold som de yter lån. Løpetiden kan også være den samme, slik at retten til å kreve utstedt aksjer faller sammen med forfallstiden på lånet” (Vinje, 2007). Det vil da foreligge to selvstendige rettsforhold, en obligasjon og en tegningsrett, som skatterettslig behandles hver for seg. For långiver som er selskaper vil gevinsten av tegningsrettene være skattefri enten de velger å selge dem under lånets løpetid, eller de velger å tegne aksjer på forfallstidspunktet. Renten på obligasjonen vil være skattepliktig, mens gevinst/tap på selve obligasjonen vil være skattepliktig/fradragsberettiget dersom den skal regnes som et mengdegjeldsbrev (eller er eid i næring). De økonomiske virkningene vil være svært like det som oppnås ved konvertible obligasjoner, dog med den forskjell at tegningsrettene kan omsettes særskilt. For at tegningsretten skal falle inn under fritaksmetoden, mener Vinje (2007) at det derfor ikke bør inntas bestemmelser om at tegningsretten bare kan omsettes sammen med obligasjonen.

6.6. Lån med utbytte- eller resultatavhengig rente

Lån med utbytte- eller resultatavhengig rente er regulert i asl./asal. § 11-14 under betegnelsen “lån med særlige vilkår”. Bestemmelsene er identiske, og innholdsmessig sammenfallende med asl. 1976 § 5-3. Det er her snakk om lån hvor renten avhenger av selskapets forhold, og altså ikke som vanlig utgjør en fast prosent eller varierer med det alminnelige rentenivået.

Renten kan være avhengig av det utbytte selskapet utdeler eller av selskapets resultat. Det er nok med delvis avhengighet, og dette er antakelig det vanlige (Andenæs, 2006 s. 563). “Det kan for eksempel være fastsatt at långiveren skal ha en fast rente på 5 prosent, og i tillegg skal ha like stor prosentøkning som utbytteprosenten overstiger 10 prosent, eller i tillegg skal ha så mye at långiveren til enhver tid får 10 prosent av selskapets årsoverskudd” (Andenæs, 2006 s. 563). Uttrykket “selskapets resultat” trenger ikke nødvendigvis å henvise til resultatbegrepet i regnskapsloven, men kan også være andre avtalte beregningsgrunnlag. Antakelig omfatter uttrykket også bruttostørrelser som omsetningsvolum og lignende (Andenæs, 2006 s. 563).

Lån med utbytte- eller resultatavhengig rente er imidlertid ikke helt problemfritt. Dersom renten er avhengig av utbyttet, kan for eksempel renteberegningen skape problemer hvis aksjekapitalen forhøyes i låneperioden. Ved en fondsemisjon synes én løsning å være at “utbytteprosenten i forhold til fordringshaveren korrigeres til prosenten av aksjekapitalen på

tiden for låneavtalen” (Andenæs, 2006 s. 564). Ved nyemisjon kan det imidlertid være vanskelig å finne en fullgod løsning (Andenæs, 2006 s. 564). Dersom renten er avhengig av selskapets resultat, reiser særlig beregningsgrunnlaget problemer. Hvis nettoresultatet er grunnlaget, inngår nemlig renten i prinsippet blant de poster som skal trekkes fra før nettoresultatet fremkommer (Andenæs, 2006 s. 564).

Som ved lån med rett til å kreve utstedt aksjer, må også disse lån besluttes av generalforsamlingen med samme flertall som for vedtektsendring, jf. asl./asal. § 11-14. Lånevilkårenes utforming er overlatt til selskapene, og loven gir ikke noen ufravikelige regler. Regnskapsmessig er renten kostnad selv om den er avhengig av utbytte eller selskapets resultat. Det får betydning ikke bare for selve regnskapet, men også for forskjellige andre regler som bygger på regnskapsreglene, for eksempel asl./asal. § 8-1 om adgangen til å utdele utbytte (Andenæs, 2006 s. 564). Lånets prioritet er i utgangspunktet som for andre lån og lånesummen må betraktes som gjeld for selskapet.

Lån med utbytte- eller resultatavhengig rente har stort sett bare én fordel for selskapet. Det sikrer seg mot å betale en høy rente i vanskelige tider. På denne måten reduseres risikoen for likviditetsproblemer og konkurs. Går selskapet derimot bra, blir renten høyere. Det vil likevel være en kalkulert og overkommelig pris som betales investorene for at de har stilt risikokapital til rådighet for selskapet.

Fordelen ved å investere i lån med utbytte- eller resultatavhengig rente er først og fremst at det vil gi en bedre avkastning enn ordinære lån hvis selskapet går bra. Investering i et slikt lån passer derfor bra for investorer som har stor tro på selskapet. Går det derimot dårlig, ligger det en risiko for investoren i denne ordningen, ettersom han da får dårlig rente på lånet. Renten vil sannsynligvis også svinge mye mer enn på ordinære lån, og investoren vil ikke få en like sikker og forutsigbar avkastning. Lån med utbytte- eller resultatavhengig rente gir ingen stemmerett på generalforsamlingen, og ved en eventuell konkurs har det prioritet foran aksjekapital. Skattleggingen er i utgangspunktet som for vanlige lån, men grensen for om et slikt lån er gjeld eller egenkapital er ikke alltid like tydelig. Dersom det skulle bli klassifisert som egenkapital vil det bli skattlagt på lik linje med aksjer. Dette må imidlertid fastlegges ut fra den konkrete avtale (Matre, 2011 s. 143).

7. Derivater

Derivater er finansielle instrumenter som utleder sin karakter og verdi fra et annet objekt, ofte kalt det underliggende objekt. Det underliggende objekt kan være et finansielt instrument, en referansestørrelse, eller prisen på varer eller renter. Covered warrants, som ble beskrevet tidligere i oppgaven, opsjoner og terminkontrakter er eksempler på derivater.

Da dette er instrumenter som hovedsakelig egner seg til spekulasjon, og hvor oppgjør stort sett skjer kontant, kan ikke disse knyttes til del 1 om egenkapital og gjeld på samme måte som de andre instrumentene. Jeg vil derfor ikke gå like mye i dybden på disse, men beskriver kort hva de er og hva de brukes til.

7.1. Opsjoner

En opsjon er en rett, men ikke en plikt, til på et tidspunkt å kjøpe eller selge verdipapirer, varer eller andre ytelser til en på forhånd avtalt pris. Det skilles mellom amerikanske og europeiske opsjoner. En amerikansk opsjon kan utøves på et hvilket som helst tidspunkt frem til forfallsdatoen, mens en europeisk opsjon bare kan utøves på forfallsdatoen. Finansielle opsjoner som handles ved de fleste europeiske og amerikanske børser er amerikanske.

Det kan tenkes at selskaper ikke kan eller vil gjøre bruk av de finansielle instrumentene som reguleres av kapittel 11 i aksje- og allmennaksjeloven. “I praksis synes dette å forekomme i atskillig utstrekning både i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper” (Andenæs, 2006 s. 558). En av grunnene til dette kan ifølge Andenæs (2006, s. 558) være at “lovreguleringen i kapittel 11 krever en forholdsvis omstendelig prosedyre i etableringsfasen, og begrenser tegningsretten til fem år”. En opsjonsavtale uten bruk av disse reglene kan derfor fremstå som et enklere og mer fleksibelt instrument. En annen grunn kan være at en opsjonsavtale fremstår som mindre forpliktende for selskapet (Andenæs, 2006 s. 558).

Opsjonsavtaler er basert på en annen rettslig teknikk enn instrumentene i kapittel 11.

“Teknikken er basert på at selskapet skal vedta en rettet emisjon overfor opsjonshaveren når denne utøver opsjonen. Selve den rettede emisjon besluttes etter de alminnelige regler om kapitalforhøyelse i kapittel 10” (Andenæs, 2006 s. 558). Til sammenligning innebærer

instrumentene i kapittel 11 at rettighetshaveren kan kreve utstedt aksjer uten at det er nødvendig med en ny beslutning av generalforsamlingen (Andenæs, 2006 s. 558).

I praksis finnes det forskjellige typer opsjonsavtaler (Andenæs, 2006 s. 559). Enkelte kan karakteriseres som intensjonsavtaler fordi opsjonshaverens rett er betinget av at selskapet på frivillig grunnlag vedtar den rettede emisjonen. Andre forplikter selskapet økonomisk til å betale ut opsjonsgevinsten, men ikke til å vedta noen emisjon. Atter andre forplikter selskapet til å vedta den avtalte emisjonen. “Hvilken type opsjonsavtale som i et konkret tilfelle foreligger, beror på innholdet av den enkelte avtale og en tolkning av denne” (Andenæs, 2006 s. 559).

Opsjonens største fordel er fleksibiliteten. Ved hjelp av opsjoner kan investorer posisjonere seg i markedet uansett markedsforventning og risikoprofil. Han kan tjene penger på at markedet stiger, faller eller står stille. Han kan også bruke opsjoner for å senke risikoen i sin aksjeportefølje. Den andre store fordelen er den lave investeringskostnaden. Investoren kan med et betydelig lavere beløp i forhold til aksjer, kontrollere en større andel aksjer ved at han eier en rettighet til å kjøpe disse. Dette resulterer i at en liten endring i det underliggende objektet vil kunne gi en veldig høy avkastning. Dette åpner muligheten til å tjene mye penger med lave investeringer. Risikoen øker imidlertid også betydelig. Dersom markedsforventningen viser seg å være feil, kan opsjonen forfalle verdiløs og man taper hele investeringen.

For vanlige kjøpsopsjoner med aksjer som underliggende vil fordelene være de samme som for frittstående tegningsretter. Investoren bør da ha stor tro på at selskapet vil gå bra, slik at aksjekursen kommer til å stige. Retten trenger heller ikke her å bli utøvet dersom det skulle gå dårlig med selskapet. I så tilfelle taper investoren kun verdien av opsjonen. I likhet med tegningsretter brukes opsjoner ofte som insentivordning i forhold til ledende ansatte. Om kjøpsopsjoner passer bra for investorer som på sikt ønsker å få kontroll over selskapet, beror på hvilken type opsjonsavtale det er snakk om. Er det kun en avtale om kontantoppgjør, faller denne egenskapen bort. Opsjoner er skattepliktig på lik linje med aksjer, og har derfor også den samme skattefordelen. Ulempen til opsjoner er den store risikoen investoren utsettes for på grunn av gearing-effekten. En liten negativ endring i selskapets aksjekurs kan føre til at hele investeringen går tapt.

7.2. Terminkontrakter

En terminkontrakt er en kontrakt om å kjøpe, selge eller bytte en avtalt mengde av et underliggende objekt på et bestemt tidspunkt til en fastsatt pris, hvor begge parter er bundet av avtalen.

Vanligvis betaler ingen av partene premie eller lignende ved kontraktsinngåelse. Oppgjør og levering skjer da på et senere tidspunkt. En terminkontrakt blir enten avsluttet gjennom levering av underliggende objekt, ved kontantoppgjør eller ved stengningshandel. Stengningshandel vil si at investoren selger eller kjøper en identisk kontrakt, men med motsatt partsstilling i forhold til den kontrakten han allerede har. Terminkontrakter er skattepliktig på lik linje med aksjer, og har derfor også den samme skattefordelen. Terminkontrakter kan deles inn i forwardkontrakter, futurekontrakter og swapavtaler.

7.2.1. Forwardkontrakter

En forwardkontrakt er en avtale mellom to parter om å kjøpe eller selge et underliggende objekt til en bestemt pris på et bestemt tidspunkt i fremtiden. Oppgjøret finner sted på kontraktens bortfallsdag og kan være både fysisk eller finansielt (kontantoppgjør).

Forwardkontrakter er utviklet for å lette og effektivisere handelen (Skattedirektoratet, 2011). Den har derfor standardiserte betingelser når det gjelder karakter og omfang av det underliggende objekt, kontraktsstørrelse, løpetid og terminpris. Partene betaler ikke noe premiebeløp ved inngåelsen av kontrakten, men må deponere et beløp (margin) til sikkerhet for fremtidige forpliktelser (Skattedirektoratet, 2011).

7.2.2. Futurekontrakter

En futurekontrakt er, i likhet med en forwardkontrakt, en avtale om fremtidig kjøp eller salg av et underliggende objekt hvor pris, mengde og leveringstidspunkt er forhåndsdefinert. Futurekontrakter skiller seg fra forwardkontrakter ved at gevinst og tap avregnes daglig (daglige markedsoppgjør) med godskriving/belastning av hver enkelt investors konto. Fremfor å la en futurekontrakt løpe ut kontraktstiden, er det mulig å avslutte den ved stengningshandel.

Mange land har utviklede markeder med lave transaksjonskostnader for futurekontrakter. Handel med disse kan derfor være et kostnadseffektivt virkemiddel for å foreta endringer og justeringer i en aksjeportefølje (NBIMs nettsider, 2011).

7.2.3. Swapavtaler

En swapavtale er en bytteavtale som benyttes både som sikrings- og spekulasjonsinstrument. En swap kan inngå i en transaksjon med andre finansielle instrumenter, og kan for eksempel være underliggende objekt til en opsjon (swapsjon). De vanligste swapavtalene er renteswapavtaler, forexswapavtaler og valutaswapavtaler.

En renteswapavtale går ut på at kontraktspartene inngår en gjensidig forpliktende avtale om å bytte rentebetalinger på to lån til fastsatte betingelser i et nærmere avgrenset tidsrom. Långiveren berøres ikke av swapavtalen. Det underliggende låneforholdet kan også være fiktivt, og fungerer da kun som en referansestørrelse.

En forexswapavtale kjennetegnes ved at kontraktspartene avtaler å bytte valutabeløp i en på forhånd avtalt periode (normalt mellom én dag og ett år). Partene i en forexswapavtale gjør to valutaforretninger: en spotforretning og en terminforretning.

En valutaswapavtale kjennetegnes ved at kontraktspartene avtaler å bytte betalingsrekker (normalt både rente- og avdragsdelen) knyttet til lån eller fordringer i forskjellige valutaer. Normalt vil en valutaswapavtale også inneholde en renteswapavtale.

7.3. Kredittderivater

Kredittderivater er instrumenter for overføring av kredittrisiko mellom to parter. Den ene parten påtar seg å dekke et beregnet tap ved en kreditthendelse på en eller flere bestemte referanse kreditter mot å motta en godtgjørelse fra motparten. De to vanligste typene er Credit Default Swap (CDS) og Total Return Swap (TRS).

CDS er et instrument der selger forplikter seg til å betale et bestemt beløp til kjøper ved en eventuell kreditthendelse. Mot å påta seg denne forpliktelsen mottar selgeren de periodiske

betalingene fratrukket den risikofrie renten slik at nettoen blir kredittpremien til de underliggende obligasjonene. Kreditthendelsen kan for eksempel være mislighold, konkurs eller restrukturering.

TRS er et instrument som bytter kontantstrømmer fra to ulike underliggende obligasjoner eller porteføljer av obligasjoner. Verdien av derivatet er bestemt av forskjellen i verdi. Kjøperen av en TRS har beskyttelse mot verditap uavhengig av årsaken til verditapet, i motsetning til en CDS der kjøperen gis beskyttelse mot verditap forårsaket av en spesifisert kreditthendelse.

7.4. Varederivater

Varederivater er instrumenter med prisen på en vare som underliggende objekt. I Norge handles for eksempel derivater med elektrisk kraft og med skipsfraktrater som underliggende objekter. "Varederivater kan være velegnet til diversifisering, fordi det viser seg at råvarer ofte har hatt en negativ samvariasjon med aksje- og obligasjonsmarkeder i land som ikke er råvareprodusenter, men som tjener på lave råvarepriser" (NOU, 1999).

8. Verdipapirfond

Et verdipapirfond er en kollektiv investering der mange sparere går sammen om å plassere sine midler i verdipapirmarkedet. Verdipapirfondet er en egen juridisk enhet som eies av andelseierne, og midlene i fondet forvaltes av et forvaltningsselskap med konsesjon fra myndighetene. Det er verdipapirfondloven som regulerer verdipapirfondenes og forvaltningsselskapenes organisering og handlefrihet. Denne reguleringen skal sikre at andelseiernes interesser blir ivaretatt. Dette innebærer at det gis informasjon om historisk avkastning, risiko og kostnader, samt spredning og begrensning av risiko.

For spareprodukter uten regulering må andelseieren selv ta ansvar for sine interesser. Syndikerte eiendomsfond, private equity-fond, de fleste hedgefond og såkalte strukturerte produkter er ikke verdipapirfond, og heller ikke underlagt samme regulering. Det er Finanstilsynet som har ansvar for å kontrollere at forvaltningsselskapene driver sin virksomhet i henhold til loven og forskriftene. Finanstilsynet skal også godkjenne alle verdipapirfond registrert i Norge. Verdipapirfond kan deles opp i fem grupper: aksjefond,

pengemarkedsfond, obligasjonsfond, kombinasjonsfond og andre fond.

Aksjefond er fond hvor minimum 80 prosent av andelseiernes kapital må investeres i aksjemarkedet. På lang sikt kan investoren derfor forvente høyere avkastning på en plassering i aksjefond enn i andre typer verdipapirfond. Samtidig kan han også forvente at aksjefond vil innebære høyest risiko i den forstand at han kan tape en vesentlig del av kapitalen. Aksjefond er inndelt i ulike grupper avhengig av hvilket investeringsunivers de skal plassere sine midler innenfor. Dette kan for eksempel være geografisk avgrenset (f.eks. Norge, Norden eller Europa) eller avgrenset på bransje (f.eks. finans, olje eller teknologi). Denne inndelingen gjør det enklere å vurdere reelt sammenlignbare fond opp mot hverandre.

Fordelen ved å investere i aksjefond er at det vil ha mye høyere forventet avkastning enn for eksempel banksparing. I tillegg er risikoen begrenset fordi fondene sprer plasseringene på flere aksjer. Sannsynligheten for at hele investeringen skal gå tapt, er således svært liten. Ulempen ved investering i aksjefond er at verdien vil variere i takt med variasjoner i markedsverdien til de aksjene fondet har investert i. Dersom investeringshorisonten er kort, eller viljen og evnen til å bære risiko er mindre, vil derfor obligasjons- og pengemarkedsfond være et bedre alternativ.

Det finnes også indeksfond som investerer helt likt eller nesten helt likt som referanseindeksen til fondet. På grunn av dette behøver ikke forvalteren å bruke mye tid på å analysere aksjer og bestemme hva som skal kjøpes og hva som skal selges. Dette gjør at indeksfond normalt har lavere forvaltningshonorar enn vanlige aksjefond. Fondet vil gi samme eller nesten samme avkastning som indeksen det følger. Fordelen med dette er at en får aksjemarkedets meravkastning over tid til veldig lave kostnader. Ulempen er at en er med på alle opp- og nedturen i markedet.

Pengemarkedsfond er fond som investerer i rentepapirer med en bindingstid på under ett år, slike som med en fellesbetegnelse kalles pengemarkedsinstrumenter. Pengemarkedsfondene er inndelt i grupper basert på to kriterier: løpetid på rentepapirene, og hvor stor kredittrisiko fondet har adgang til å ta. Pengemarkedsfond har lavest risiko av alle typer verdipapirfond, og derfor også lavest forventet avkastning. Verdien av andelene kan variere, men mindre enn i andre fondstyper. Et pengemarkedsfond kan forventes å gi litt høyere avkastning enn innskudd på høyrentekonto i bank.

Obligasjonsfond er fond som investerer i rentepapirer uavhengig av rentebindingstid. Den vesentlige forskjellen mellom obligasjons- og pengemarkedsfond er at obligasjonsfondene har større kursrisiko som følge av renteendring. Samtidig vil avkastningen i et obligasjonsfond normalt være noe høyere over tid enn i et pengemarkedsfond. Obligasjonsfond er inndelt i grupper etter hvor lang bindingstid rentepapirene i fondet har. Jo lengre rentebærende papirer fondet kan investere i, desto høyere renterisiko. Verdien av andelene kan variere, men mindre enn i kombinasjonsfond og aksjefond.

Kombinasjonsfond er som navnet tilsier en kombinasjon av et aksjefond og et rentefond. For eksempel kan det være et fond som investerer 50 prosent av forvaltningskapitalen i aksjer og 50 prosent i rentebærende papirer. Fordelingen mellom aksjer og renter vil variere mellom ulike kombinasjonsfond, og kan også variere over tid i samme kombinasjonsfond.

Kombinasjonsfond er på samme måte som aksjefond inndelt i ulike grupper avhengig av hvilket investeringsunivers fondene skal plassere sine midler innenfor. Avkastning og risiko i kombinasjonsfond vil avhenge av fordelingen av rentepapirer og aksjer i fondets portefølje. Jo større aksjeandel i porteføljen, desto høyere forventet avkastning og risiko.

Med andre verdipapirfond forstås alle fond som ikke faller inn under definisjonen av aksjefond, pengemarkedsfond, obligasjonsfond eller kombinasjonsfond. Eksempler på slike fond er verdipapirfond med hedgefondlignende egenskaper, og fond som benytter derivater i stor utstrekning. Spesialfond er en lovbeskyttet betegnelse på en type fond som har unntak fra flere krav og begrensninger som gjelder for verdipapirfond. Blant annet er spesialfond unntatt enkelte av kravene til investeringsunivers, likvide plasseringer og risikospredning, samt at spesialfond har anledning til å oppta lån (gearing). For å kunne investere i spesialfond er det en forutsetning at investoren har mottatt rådgivning om dette fra en investeringsrådgiver med konsesjon fra Finanstilsynet.

Det kan være mange gode grunner til å velge verdipapirfond fremfor for eksempel enkeltaksjer eller enkeltobligasjoner. Verdipapirfond kan gi en god balanse mellom risiko og forventet avkastning, og investoren får en profesjonell forvalter til å gjøre jobben med å velge hvilke verdipapirer det skal investeres i. Forvalteren passer også på at porteføljen er tilstrekkelig diversifisert. Verdipapirfond er skattepliktig på lik linje med aksjer, og har derfor også den samme skattefordelen.

Ulempene ved å investere i verdipapirfond er knyttet til manglende kontrollrettigheter, samt lavere forventet avkastning på grunn av risikospredningen. Av denne grunn er de best egnet for investorer som ønsker en sikrere avkastning enn enkeltinvesteringer, og som heller ikke ønsker kontroll over selskapet. Anbefalt investeringshorisont og total risiko avhenger av hvilken type verdipapirfond investoren investerer i.

9. Konklusjon

Det finnes ikke noe fasitsvar på spørsmålet om hvilke finansielle instrumenter en investor bør benytte seg av ved investering i verdipapirmarkedet. Valg av instrument kommer helt an på hvilke preferanser han har, og hva han ønsker å oppnå med investeringen. I all hovedsak er det uansett to spørsmål han særlig må ta stilling til: om han på noe tidspunkt ønsker kontroll over selskapet, og hvilken risiko han er villig til å utsette kapitalen sin for. I tillegg kommer hensyn til skatt og investeringshorisont.

Hvis investoren ønsker innflytelse i selskapet må han investere i instrumenter som gir stemmerett på generalforsamlingen. Dette kan være både aksjer, tegningsretter og konvertible obligasjoner, alt etter hvor snart han ønsker denne innflytelsen. Ved aksjer får han innflytelse med en gang, mens ved tegningsretter og konvertible obligasjoner får han mulighet til henholdsvis å kjøpe aksjer eller konvertere til aksjer i fremtiden.

Sammenhengen mellom risiko og forventet avkastning er en grunnleggende sammenheng i finans. Investoren må derfor velge om han ønsker en sikker og forutsigbar avkastning, eller om han ønsker større risiko og muligheter for høyere avkastning. Førstnevnte oppnås enklest gjennom investering i gjeldsinstrumenter som lån, obligasjoner og sertifikater. Disse gir en fast renteinntekt, og har samtidig førsteprioritet overfor egenkapitaleiere ved en eventuell konkurs. Sistnevnte oppnås gjennom investering i egenkapitalinstrumenter som aksjer, egenkapitalbevis og tegningsretter. Felles for slike investeringer er at avkastningen ikke er garantert, men avhenger av hvordan det går med selskapet. Dersom det går bra kan investoren motta store utbytter og/eller kursgevinster, men dersom det går dårlig kan han risikere å tape hele investeringen.

De fleste profesjonelle investorer anbefaler en portefølje av finansielle instrumenter som består av både egenkapital- og gjeldsinvesteringer. Poenget med en portefølje er å spre risiko, slik at man ikke legger alle egg i én kurv. Å spre eggene slik kalles diversifisering.

Investorer kan også investere i instrumenter som kombinerer de tradisjonelle egenskapene hos egenkapital og gjeld, såkalte hybridinstrumenter. Disse åpner for at investoren både kan motta fast renteinntekt, og samtidig oppnå det ubegrensede gevinstpotensialet som ligger i egenkapitalinvesteringer.

Hybridinstrumenter har hatt en eksplosiv utvikling de siste 20-30 årene, og gitt stadig mer komplekse produkter med mer uoversiktlig fordeling av risiko (Matre, 2011 s. 10). Den største problemstillingen har vært om de skal klassifiseres som egenkapital eller gjeld. Klassifiseringen beror på en tolkning av det enkelte instrument, og får først og fremst store skatterettslige konsekvenser. Utviklingen av slike instrumenter vil nok bare fortsette i fremtiden, og i den forbindelse blir det spennende å følge med på hva som vil skje fra lovgivers side.

10. Referanser

Abrahamsen M. & Ringset K.M. (2009). Analyse av pris og forventet avkastning til DnB NOR Warrant Markedsnøytral 2008/2010. Masteroppgave i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Agder.

Aftenpostens nettsider (2009). Egenkapitalbeviset – den nye “superaksjen”.

Publisert 19. oktober 2009.

<http://www.aftenposten.no/pengenedine/article3328777.ece>

Lastet ned: 19.05.11

Aksjeloven (1976). Lov om aksjeselskaper av 4. juni nr. 59 (asl. 1976).

Aksjeloven (1997). Lov om aksjeselskaper av 13. juni nr. 44 (asl.).

Allmennaksjeloven (1997). Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni nr. 45 (asal.).

Andenæs, M.H. (2006). Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper 2. utg.

Oslo: Lobo Media AS.

Bredesen I. (2005). Investering og finansiering 3. utg. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.

Eide T. (2010). Utbytteaksjer på billigsalg. Publisert 9. september 2010.

<https://www.skagenfondene.no/Arkiv/2010/september/Utbytteaksjer-pa-billigsalg/>

Lastet ned: 09.05.11.

Finansdepartementet (2002). Delegasjonsbrev til Kredittilsynet av 27. juni 2002.

Finansdepartementet (2009a). Delegasjonsbrev til Finanstilsynet av 13. mai 2009.

Finansdepartementet (2009b). Om lov om Statens finansfond og lov om Statens obligasjonsfond. Ot.prp. nr. 35. (2008-2009). Finansdepartementet.

Finans- og tolldepartementet (1999). Skatte- og avgiftsopplegget 2000-lovendringer. Ot.prp. nr. 1. (1999-2000). Finans- og tolldepartementet.

Forskrift for Statens Banksikringsfond av 29. november 1991 nr. 763.

Forskrift om beregning av ansvarlig kapital av 1. juni 1990 nr. 435.

Forskrift om regulerte markeder (Børsforskriften) av 29. juni 2007 nr. 875.

Grønland, K. (2009). Egenkapitalinstrumenter i aksje- og allmennaksjeselskaper. Magma nr. 9, 2009.

Halle H.K. (2001). Fondsobligasjoner ny kjernekapital for norske banker?
Publisert 28. september 2001.
<http://www.sparebankforeningen.no/id/1656>
Lastet ned: 30.05.11.

Helbæk M. & Lindset S. (2007). Finansiering og investering. Kort og godt.
Oslo: Universitetsforlaget AS.

Justis- og politidepartementet (2008). Skatte- og avgiftsopplegget 2009-lovendringer. Ot.prp. nr. 1. (2008-2009). Justis- og politidepartementet.

Kristiansen V. & Veum H.A. (2002). Hybridfinansiering av aksjeselskaper – Høyesteretts dom i “banksakene”, jf. Rt. 2001 s. 851. Skatterett nr. 2, s. 116-147, 2002.

Kvinge L.S. & Gran J.G. (2008). Hybridfinansiering av aksjeselskaper; særskilt om den skatterettslige grensen mellom egenkapital og gjeld. Skatterett nr. 1, s. 30-75, 2008.

Matre H.P. (2011). Studier i det skatterettslige rentefradraget – Med særlig sikte på hybridfinansiering av aksjeselskaper. Avhandling for graden philosophiae doctor (PhD) ved Universitetet i Bergen.

NBIMs nettsider (2011). Ord og uttrykk. Sist oppdatert 18. mai 2010.

<http://www.nbim.no/no/om-oss/ord-og-uttrykk/>

Lastet ned: 02.06.11

NOU (1999). Varederivater. Norges offentlige utredninger 1999:29.

Avgitt 28. september 1999.

Regnskapsloven (1998). Lov om årsregnskap m.v. av 17. juli nr. 56 (rskl.).

Skatteetatens nettsider (2010). Aksjonærmodellen. Publisert 14. desember 2010.

<http://www.skatteetaten.no/Artikler/2004/Aksjonarmodellen/>

Lastet ned: 07.05.11.

Skattedirektoratet (2011). Lignings-ABC 2010/11. 32. utgave.

Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.

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

Stoveland P.H. (2011). Konvertible obligasjoner og fritaksmetoden. Magma nr. 3, 2011.

Verdipapirhandelloven (2007). Lov om verdipapirhandel av 29. juni nr. 75.

Vinje J. (2007). Bruk av frittstående tegningsretter i stedet for konvertible obligasjoner.

Finansavisen 9. juni 2007.

Woxholth G. (2010). Selskapsrett 3. utg. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.