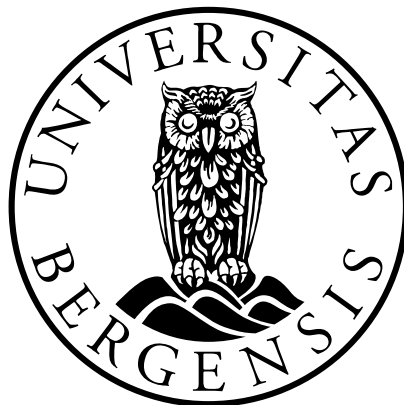


Omsetningsbegrensninger i aksjonæravtaler ved oppkjøp av Private Equity-fond

Kandidatnummer: 27

Antall ord: 14 806



JUS399 Masteroppgave

Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

10.12.2021

Innholdsfortegnelse

1.	Innledning.....	3
1.1	Tema og problemstilling.....	3
1.2	Metode og rettskildebruk.....	4
1.3	Videre fremstilling.....	5
2.	Private Equity fond.....	7
2.1	Innledning.....	7
2.2	Opprettelsen av PE-fondet.....	8
2.2.1	Innhenting av kapital.....	8
2.2.2	Organisering av investorene.....	9
2.3	Investeringsfasen.....	10
2.3.1	Forvaltning og aktivt eierskap.....	11
2.3.2	Eiersammensetning.....	11
2.3.3	Organisering av eierskapet.....	12
2.4	Exit.....	14
2.4.1	Muligheten til å avhende selskapet.....	14
2.4.2	Avhendelsen av porteføljeselskapet.....	14
2.4.3	Profitt allokering.....	14
2.5	Eiersammensetningen for den videre vurderingen.....	15
3.	Aksjonæravtalen.....	17
3.1	Definisjon og formål.....	17
3.2	Rettslig regulering.....	18
3.2.1	Bakgrunnsrett.....	18
3.2.2	Aksjelovens fravikelighet.....	18
3.2.3	Selskapsrettslig virkning.....	19
3.2.4	Forholdet mellom aksjonæravtalen og vedtektene.....	20
4.	Omsetningsbegrensninger i aksjonæravtalen.....	22
4.1	Utgangspunkt for vurderingen.....	22
4.2	Omsetningsbegrensninger.....	23
4.2.1	Begrunnelsen for omsetningsbegrensninger.....	23
4.2.2	Adgangen til å fastsette omsetningsbegrensninger i aksjonæravtalen.....	24
4.3	Lock-up.....	26

4.3.1	Aksjelovens utgangspunkt.....	26
4.3.2	Behovet for Lock-up	26
4.4	Samtykkekrav	27
4.4.1	Definisjon og fravikelighet.....	27
4.4.2	Behovet for regulering av samtykke i aksjonærvtalen	28
4.5	Forkjøps- og tilbudsrett	35
4.5.1	Definisjon og fravikelighet.....	35
4.5.2	Forkjøps- eller tilbudsrett?	36
4.5.3	Behovet for fravikende regulering av forkjøpsrett	36
4.6	Medsalgsrett og medsalgsplikt	41
4.6.1	Definisjon	41
4.6.2	Medsalgsrett (tag-along)	41
4.6.3	Medsalgsplikt (drag-along)	43
4.7	Leaver-klausul	44
4.7.1	Aksjelovens utgangspunkt.....	44
4.7.2	Behovet for leaver-klausuler	46
4.8	Permitted transfers	47
4.9	Vilkår om tiltredelse av aksjonærvtale	48
5.	Avslutning	52
6.	Litteraturliste	53
6.1	Bøker og artikler	53
6.2	Lover og direktiv	55
6.3	Forarbeider.....	56
6.4	Rettspraksis.....	57
6.4.1	Høyesterettspraksis.....	57
6.4.2	Underrettspraksis.....	58
6.5	Høringsnotater- og uttalelser	58

1. Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Forvaltere av Private Equity Fond (PE-fond) bruker aksjonæravtaler til å regulere omsetningsbegrensninger når fondet investerer i et selskap.¹ Hovedårsaken til reguleringen ligger i PE-fondets overordnede mål om økonomisk vekst i fondet. PE-fond er kollektive investeringsstrukturer som hovedsakelig langsiktig investerer i unoterte selskaper.² Når PE-fondet investerer i et selskap, kjøper det ofte 100% av aksjene i porteføljeselskapet. Dette er bl.a. for å ha kontroll over hvem andre som skal være eiere og ansatte i investeringsperioden. Fondet har tradisjonelt en begrenset levetid på 7-12 år, og hovedmålet i løpet av perioden er å øke verdien av fondet.³ Det innebærer å øke verdien av porteføljeselskapene, for deretter å avhende selskapet med en betydelig gevinst sett opp mot kjøpesummen. Et PE-fond øker verdien av porteføljeselskapet gjennom et aktivt eierskap, noe som innebærer å tilføre kunnskap i tillegg til kapital. En del av det aktive eierskapet er å sørge for at de rette menneskene arbeider og leder porteføljeselskapet. Dette medfører at PE-fondet ofte avgjør hvem som skal være ledere (management) i porteføljeselskapet. Å sette sammen et best mulig management som er egnet til å utvikle porteføljeselskapet, er en vesentlig del av et PE-fonds virksomhet. Managementet består normalt av en kombinasjon av tidligere ledere i porteføljeselskapet og nyansatte ledere. De har ekspertise på ulike felt, og samarbeider om å utvikle selskapet.

Et PE-fond krever tradisjonelt at managementet reinvesterer i oppkjøpsselskapet.⁴ Dette medfører at PE-fondet gjennom investeringsperioden som regel har en eierandel på mellom 60 og 90%. En av hovedgrunnene til at PE-fondet krever eierskap fra managementet, er at det gir økt motivasjon til å utvikle porteføljeselskapet, og at managementet har en felles målsetning med PE-fondet om å maksimere avkastningen til egenkapital.

Aksjonærsammensetningen bestående av PE-fondet og managementet i porteføljeselskapet er

¹ Forvalter er definert i punkt 2.3.1.

² Prop. 77 L (2013-2014) punkt 3.1.2.

³ Prop. 77 L (2013-2014) punkt 3.1.2.

⁴ Hammerich & Heistad, 2020, s. 409.

sentralt for at PE-fondet skal oppnå avkastning for investeringen. Ulike eiere i porteføljeselskapet medfører at det kan foreligge ulike meninger om hvordan rettighetene som følger et eierskap skal utøves. Enkelte i managementet kunne f.eks. tenkt seg å selge aksjene til en konkurrent etter to år i selskapet, eller ikke selge aksjene når PE-fondet har planlagt å gjøre det. Har managementet mulighet til å følge egne preferanser, kan det være skadelig for PE-fondets utvikling av porteføljeselskapet og PE-fondets mulighet til å avhende porteføljeselskapet etter endt investeringsperiode. Aksjeloven (asl.) gir regler for omsetning av aksjer, og der PE-fondet ikke fastsetter omsetningsbegrensninger i vedtekter eller aksjonæravtaler, følger reglene for aksjenes omsettelighet av aksjeloven.⁵ Omsetningsbegrensningene som følger av aksjeloven, er ofte uforenlige med PE-fondets strategi for når aksjene skal selges, hvem de skal selges til, hvem som har forkjøpsrett etc. Dette medfører at det er helt sentralt for PE-fondet å fastsette omsetningsbegrensninger for managementet som er i tråd med investeringsplanen.

Oppgaven behandler hvorfor et PE-fond fraviker aksjelovens regulering av omsetningsbegrensninger. For det første innebærer det å klargjøre aksjelovens utgangspunkt *de lege lata*. På den måten fastsettes hvilke omsetningsbegrensninger som gjelder for PE-fondet der ikke annet er avtalt, eller fremkommer av vedtektene. For det andre må det foretas en vurdering av aktuelle kommersielle og rettslige forhold som gjør det nødvendig med den aktuelle omsetningsbegrensningen i aksjonæravtalen. For det tredje fastlegges det hvilke rettslige problemstillinger regulering i aksjonæravtale kan gi for PE-fondet, og om omsetningsbegrensningen heller må nedfelles i vedtektene.

1.2 Metode og rettskildebruk

Oppgaven tar utgangspunkt i alminnelig juridisk metode ved vurderingen av hvilke fravikelser PE-fondet gjør. For å fastlegge aksjelovens regulering av omsetningsbegrensninger, tas det utgangspunkt i gjeldende norsk rett. Dette innebærer at aksjelovens ordlyd utgjør det klare utgangspunkt. Der ordlyden er uklar, må gjeldende rett fastsettes ut fra forarbeider, rettspraksis, reelle hensyn og juridisk teori.

⁵ Den aktuelle bakgrunnsretten beror på selskapsformen, i oppgaven tas det utgangspunkt i at oppkjøpselskapet er opprettet som et AS, og at aksjeloven kommer til anvendelse jf. asl. § 1-1 (1).

Der PE-fondet har behov for å fravike aksjelovens regulering, må det vurderes om aksjeloven er deklarasjonsrelasjon i relasjon til den aktuelle omsetningsbegrensningen. Om aksjeloven kan fravikes beror på en konkret vurdering av hver enkelt bestemmelse i aksjeloven. Ordlyden i aksjeloven gir generelt lite veiledning for om unntak kan gjøres i aksjonæravtalen.

Konklusjonen må ofte fastsettes ut fra forarbeider, rettspraksis, reelle hensyn og juridisk teori.

Spørsmålet om omsetningsbegrensningene skal fastsettes i aksjonæravtalen eller vedtektene beror på flere forhold. For det første må det vurderes hvem som blir bundet av omsetningsbegrensningene ved fastsettelse i vedtektene eller aksjonæravtalen. For det andre må det vurderes hvilken forskjell det er på vedtektsfriheten og avtalefriheten, og hvilke implikasjoner det får for PE-fondet. Begge vurderingene beror i stor grad på avtalerettslige og selskapsrettslige regler.

1.3 Videre fremstilling

I punkt 2. om Private Equity fond forklares hvorfor omsetningsbegrensninger har betydning i hele fondets livsløp. Først vurderes det hvorfor omsetningsbegrensninger kan ha betydning allerede ved etableringen av fondet, se punkt 2.2. Det vurderes deretter i punkt 2.3 hvilken betydning omsetningsbegrensningene har under investeringsfasen. Til slutt i punkt 2.4 klarlegges det hvor sentralt det er å ha omsetningsbegrensninger for å realisere gevinst av investeringene.

PE-fond fastsetter normalt omsetningsbegrensninger i aksjonæravtaler. Det har betydning både for hva som kan reguleres, og hvem som bindes av omsetningsbegrensningene. I punkt 3. om aksjonæravtaler gjennomgås først hvilke rettslige egenskaper aksjonæravtalen har. Det er flere egenskaper ved aksjonæravtalen som besvarer hvorfor PE-fondet velger aksjonæravtaler fremfor vedtekter til å fastsette omsetningsbegrensninger. Dette har bl.a. bakgrunn i at avtalefriheten normalt er større enn vedtektsfriheten. Baksiden ved å regulere omsetningsbegrensningene i aksjonæravtalen fremfor vedtektene, er at aksjonæravtalen i utgangspunktet ikke binder andre enn avtalepartene. Forskjellen på virkeområde til aksjonæravtalen og vedtektene får implikasjoner både for effektiviteten av unntaket og innholdet. Følgelig klargjør punkt 3.1 og 3.2 hvilke vurderinger som må gjøres ved bruk av aksjonæravtaler til å fastsette omsetningsbegrensninger.

I punkt 4. tas det utgangspunkt i de aktuelle omsetningsbegrensningene PE-fondet bruker ved oppkjøp av et selskap. Vurderingen klargjør de konkrete fravikelser fra aksjeloven PE-fondet gjør i aksjonæravtalen. Målet er å fremheve hvilken betydning det har for PE-fondet å fravike aksjelovens regulering for hver enkelt omsetningsbegrensning. Omsetningsbegrensningene som behandles er lock-up, samtykke, forkjøpsrett, tilbudsrett, medsalgsrett, medsalgsplikt og leaver-klausuler. Der det er aktuelt, vurderes det hvilke konsekvenser det har å fastsette omsetningsbegrensningen i aksjonæravtalen fremfor i vedtektene.

2. Private Equity fond

2.1 Innledning

Private Equity fonds forretningsmodell gjør det helt sentralt å fastsette andre omsetningsbegrensninger enn det som følger av aksjeloven. Generelt er Private Equity en veletablert måte for selskaper i vekst å innhente kapital og kunnskap, og er en form for plassering av kapital under aktiv forvaltning. Det norske Private Equity markedet har vokst betraktelig de siste 20 årene, og veksten er forventet å fortsette.⁶ Forretningsmodellen er svært gunstig for selskaper som har potensial for utvikling, men som ikke klarer å utnytte det uten PE-fondets kunnskap og kapital. En normal forutsetning for at PE-fondet kan ta risikoen, og er villig til å investere er at det inngås en aksjonæravtale med omsetningsbegrensninger.

I norsk lovgivning faller Private Equity fond under paraplyen alternative investeringsfond, ettersom de investerer i andre alternativer enn børsnoterte eierandeler, jf. AIF-loven § 1-1 (1), jf. § 1-2 a). Private Equity begrepet brukes i Norge mest i relasjon til oppkjøpsfond, som er et motstykke til såkorn- og Venture Capital fond.⁷ Det er disse tre karakteristikkene av PE-fond som er omtalt i forarbeidene til AIF-loven.⁸ Betegnelsen gir en grov karakteristikk av hvor langt selskapene i porteføljen har kommet i utviklingen. Såkorn-fond investerer hovedsakelig i idéer og innovasjoner, mens Venture Capital fond investerer i innovative vekstselskaper med betydelig markedsrisiko. Et oppkjøpsfonds portefølje består av modne selskaper, hvor investeringene er større, og risikoen mindre.⁹ Oppkjøpsfond blir også omtalt som buy out-fond eller industriutviklingsfond.¹⁰ Oppgaven tar utgangspunkt i at PE-fondet er et oppkjøpsfond. Det innebærer bl.a. at PE-fondet normalt har en majoritetsandel på mellom 60 og 90% i porteføljeselskapene.¹¹

Et PE-fond kan inngå flere aksjonæravtaler. F.eks. inngås det ofte en aksjonæravtale mellom investorene og PE-fondet der fondet er opprettet som et aksjeselskap (AS) i Norge.¹² Det er

⁶ Olderskog Albertsen, Forsberg, & Grimsby, 2021; Argentum, 2021.

⁷ Worsøe, 2006, s. 4.

⁸ Prop. 77 L (2013-2014) punkt 3.1.2.

⁹ Worsøe, 2006, s. 4–6.

¹⁰ Worsøe, 2006, s. 6.

¹¹ Krüger Andersen, 2015, s. 161.

¹² Hammerich & Uggedal, 2020, s. 35.

imidlertid aksjonæravtalen mellom PE-fondet og managementet som oppgaven behandler. Aksjonæravtalen inngås derfor ikke før PE-fondet har bestemt seg for å gjøre en investering i det aktuelle selskapet. Omsetningsbegrensningene i aksjonæravtalen har imidlertid betydning fra opprettelsen av fondet. PE-fondet har et overordnet mål om å gi økonomisk gevinst til investorene og PE-fondet.¹³ For å ha muligheten til å gi økonomisk gevinst må det innhentes kapital for å gjennomføre investeringer, verdien av fondet må økes, og midlene må kunne gis tilbake til investorene. Omsetningsbegrensningene i aksjonæravtalen er en del av det juridiske rammeverket som gjør investeringer i PE-fond sikkert og forutsigbart for investorene.

2.2 Opprettelsen av PE-fondet

2.2.1 Innhenting av kapital

Investorene investerer normalt betydelige beløp i PE-fondet. Skal investorene være interessert i å investere, må de se mulighet for å få tilbake de investerte pengene samt en avkastning ved utløpet av fondets levetid. Omsetningsbegrensningene i porteføljeselskapet har en helt sentral betydning for om PE-fondet skal kunne realisere en potensiell avkastning i porteføljeselskapet, og gi tilbake det investerte med avkastning til investorene. Et PE-fond blir normalt opprettet av en gruppe profesjonelle aktører som har et mål om å innhente kapital fra institusjonelle og profesjonelle investorer.¹⁴ Investorene kan være alt fra velstående familier, pensjonskasser eller forsikringskasser. Innhenting av kapital gjøres gjennom en målrettet markedsføring av fondet, og for at fondet skal være et attraktivt investeringsobjekt må de som har etablert fondet, kunne vise til hvordan de skal oppnå avkastning i fondet. Dette kan bl.a. gjøres ved å vise til tidligere vellykkede fond, og ved å legge frem en konkret investeringsstrategi.

Sentralt for investorene er hvor lenge kapitalen er bundet, og den forventede avkastningen på midlene som er investert. Kapitalen til investorene er normalt bundet i hele fondets levetid på 7-12 år.¹⁵ Dette innebærer at investorene ikke har noen innløsningsrett, noe som skiller seg fra flere øvrige investeringsalternativer. Mangelen på innløsningsrett er en ulempe for

¹³ Prop. 77 L (2013-2014) punkt 3.1.2.

¹⁴ Prop. 77 L (2013-2014) punkt 3.1.2.

¹⁵ Prop. 77 L (2013-2014) punkt 3.1.2.

investorene. Det medfører bl.a. at PE-fondet må overstige avkastningen investeringene hadde gitt ved plassering på andre langsiktige investeringer.¹⁶ Investorene har en forventning om å få de investerte midlene tilbake når PE-fondet likvideres etter 7-12 år. Skal dette være mulig, må porteføljen være solgt, noe aksjelovens regler knyttet til omsetningsbegrensninger vanskeliggjør. Det må bl.a. inntas et vilkår om medsalgsplikt i aksjonæravtalen for at PE-fondet skal ha mulighet til å selge hele porteføljeselskapet innenfor den forhåndsbestemte tidsperioden (se punkt 4.6.3).

2.2.2 Organisering av investorene

PE-fondets struktur sier noe om hvem aksjonæravtalen inngås mellom, og hvem omsetningsbegrensningene gjelder. Hvordan PE-fondet er strukturert varierer ut fra investorenes ønske og landet PE-fondet er etablert. Et PE-fond vil ha en praktisk og effektiv struktur som tar høyde for videre ekspansjon av fondsforvaltningsvirksomheten og regulatoriske endringer. Den meste kjente strukturen ved etablering av PE-fond er Limited Partnership. Limited Partnership er en selskapsstruktur som brukes av de fleste internasjonale Private Equity fond som er satt opp i kjente fondsjurisdiksjoner som Jersey, Guernsey og Luxembourg.¹⁷ I et Limited Partnership er investorene organisert som Limited Partners med ansvaret sitt begrenset til innskuddet i fondet.¹⁸ Et Limited Partnership har også en General Partner. General Partner er hovedmannen i fondet, og er ansvarlig for den løpende forvaltningen av fondets virksomhet.¹⁹ General Partner har ubegrenset ansvar for fondets eiendeler og gjeld.²⁰ Investorene stiller ofte krav til at General Partner selv investerer i PE-fondet som et insentiv for avkastning.²¹ Forholdet mellom partene i et Limited Partnership reguleres gjennom fondsavtaleverket, som bl.a. består av en Limited Partnership Agreement (LPA) og en Investment Management Agreement (IMA).

¹⁶ Aabø-Evensen, 2011, s. 1269.

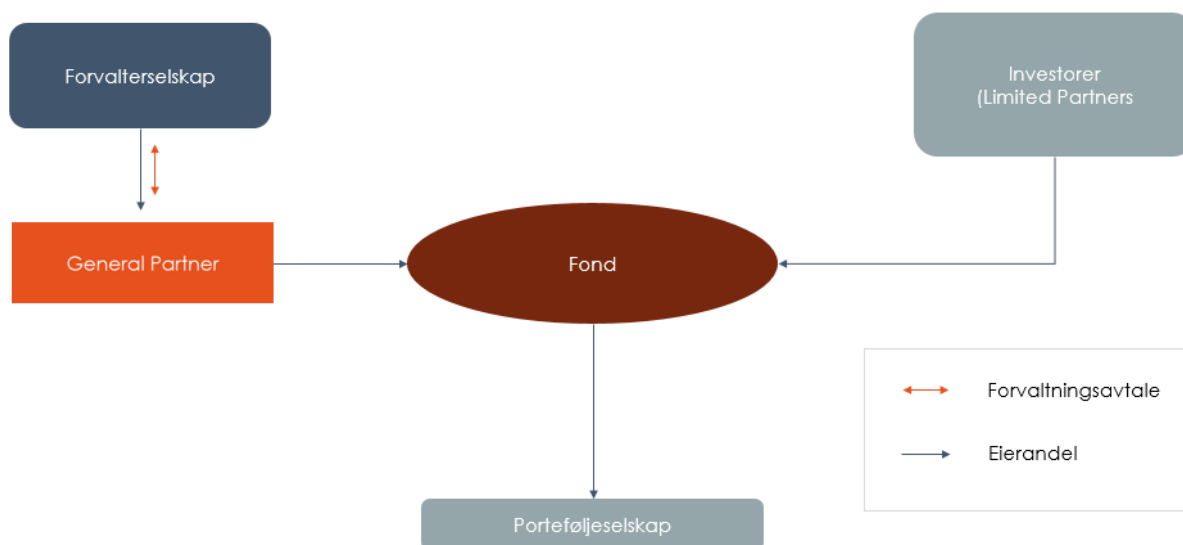
¹⁷ Invest Europe, 2018.

¹⁸ Krüger Andersen, 2015, s. 41.

¹⁹ Hammerich & Jøtun, 2016, s. 40.

²⁰ Hammerich & Jøtun, 2016, s. 38.

²¹ Hammerich & Jøtun, 2016, s. 43.



Figur 1: Fondsstruktur basert på Limited Partnership modellen

Det er ingen tilsvarende Limited Partnership modell i Norge, men fordelene ved strukturen kan oppnås gjennom opprettelsen av flere selskaper i forskjellige strukturer.²² Valget står mellom å opprette fondet som et indre selskap (IS) eller et AS. Opprettes PE-fondet som et AS, opptrer investorene som aksjonærer med begrenset ansvar, og deres rettigheter i fondet blir begrenset gjennom en egen aksjonæravtale. Forvaltningsmyndigheten ligger normalt hos en forvalter som inngår en forvaltningsavtale med fondet.²³ Opprettes fondet som et IS, reguleres rettighetene til investorene og forvalterne gjennom en selskapsavtale som kan utformes tilnærmet likt som en LPA.²⁴ Felles for strukturene er at det foreligger et selvstendig forvaltningsselskap som bistår hovedmannen i fondet med investeringer, eller utfører investeringene.²⁵ Tradisjonelt har forvaltningsselskapet gjennom forvaltningsavtalen en aktiv rolle i investeringsfasen.

2.3 Investeringsfasen

²² Hammerich & Jøtun, 2016, s. 39.

²³ Hammerich & Uggedal, 2020, s. 34–35.

²⁴ Hammerich & Uggedal, 2020, s. 37–39.

²⁵ Hammerich & Uggedal, 2020, s. 42.

2.3.1 Forvaltning og aktivt eierskap

PE-fond betegnes som aktive eierfond ettersom de både tilfører forretningsmessig kompetanse og kapital.²⁶ Oppkjøpsfondene investerer i modne selskaper, og det er særlig deltagelse i styre og endring av managementet som utgjør det aktive eierskapet.²⁷ Det er forvalterne som står for den aktive forvaltningen av PE-fondet. De skal sikre at investeringen oppnår optimal avkastning bl.a. ved å gi rådgivning, identifisere og undersøke potensielle porteføljeselskaper, gjøre klart investeringsforslag, og ta del i styringen og utviklingen av selskaper.²⁸

Forvaltningsselskapet setter bl.a. sammen et managementet bestående normalt av en kombinasjon nye ledere og tidligere ledere i porteføljeselskapet. Hensikten er å forbedre managementet ved å samle en ledelse som er egnet til å utvikle selskapet i den fastsatte investeringsperioden. Forvaltningsselskapet finner mennesker med ekspertise innenfor ledelse av selskaper. De har som mål å effektivisere driften av selskapet og bedre den finansielle stillingen.²⁹ Resten av managementet er tradisjonelt tidligere ledere eller ansatte i porteføljeselskapet. Disse personene omtales gjerne som nøkkelpersoner, og har normalt essensiell kompetanse om produktet eller tjenesten til porteføljeselskapet.

Alternative investeringsfond opprettet i EU- eller EØ- stater er etter AIFM-direktivet nesten alltid pålagt å ha en registrert forvalter.³⁰ Direktivet ble gjort til norsk lov gjennom AIF-loven, og medfører at tilnærmet alle norske alternative investeringsfond må ha en registrert forvalter jf. AIF-loven § 2-2 jf. § 2-4.³¹ I Norge er en forvalter definert som et AS eller ASA som på forretningsmessig basis driver porteføljeforvaltning og risikostyring av alternative investeringsfond, jf. AIF-loven § 1-2 bokstav b og c. I den videre vurderingen brukes betegnelsen PE-fond som en samlet betegnelse for fondet og forvaltningsselskapet.

2.3.2 Eiersammensetning

Når et PE-fond kjøper eierandeler i et selskap, inngår selskapet i fondets portefølje som et porteføljeselskap. Et selskap er tradisjonelt en del av porteføljen i en periode på 5-7 år.³² Hvor

²⁶ Worsøe, 2006, s. 4.

²⁷ Worsøe, 2006, s. 5.

²⁸ Krüger Andersen, 2015, s. 65.

²⁹ Prop. 77 L (2013-2014).

³⁰ Direktiv 2011/61/EU, art. 6.

³¹ Unntak for PE-fond med lav samlet forvaltningskapital jf. aif-loven § 1-4.

³² Worsøe, 2006, s. 7.

store eierandeler PE-fond har i porteføljeselskapene varierer, men PE-fondet krever normalt majoritetsandel. Uten majoritetsandel i porteføljeselskapet har ikke PE-fondet tilstrekkelig innflytelse til å utføre nødvendige tiltak for å utvikle selskapet. Som nevnt innledningsvis har imidlertid ikke PE-fondet 100% eierskap i porteføljeselskapet gjennom investeringsperioden. Dette skyldes at 100% eierskap innebærer høyere risiko for investeringen. For det andre skyldes det at PE-fondet ofte krever at managementet reinvesterer i oppkjøpselskapet og blir medaksjonærer.³³

At managementet blir invitert til å reinvestere i oppkjøpselskapet er en helt sentral del av forretningsmodellen, og er derfor ofte et krav fra PE-fondet for å investere.³⁴

Reinvesteringsordningen innebærer at managementet har investert i selskapet, og har motivasjon til å videreutvikle selskapet i tråd med investorenes og PE-fondets interesser «alignment of interests».³⁵ Managementet får sammen med investorene og PE-fondet gevinst for at selskapet utvikles og selges til en kjøper for en vesentlig høyere sum enn kjøpesummen. Se punkt 2.4.3. Reinvesteringsprogrammene kalles ofte Incentive scheme eller Management Investment Program, forkortet «MIP».³⁶

MIP sikrer nødvendig kompetanse i porteføljeselskapet gjennom investeringsperioden, og gir PE-fondet forutberegnelighet og kontinuitet for investeringene.³⁷ Aksjonæravtalen mellom PE-fondet og managementet er en helt sentral del av MIP. Punkt 4. nedenfor viser at aksjeloventens regulering av omsetning ikke er i tråd med formålet til MIP. Uten en regulering kan eiersammensetningen endres, og hele poenget med å sette sammen et management som skal utvikle selskapet er borte.

2.3.3 Organisering av eierskapet

Innholdet av aksjonæravtalen og omsetningsbegrensningene må tilpasses ut fra muligheten til å eie gjennom holdingselskaper. Når et PE-fond skal gjennomføre et oppkjøp, opprettes det holdingselskaper som er tilpasset mengden av investorer og ko-investorer. PE-fondet oppretter ofte et selvstendig holdingselskap som skal eie eierandelene i porteføljeselskapet.³⁸

³³ Krüger Andersen, 2015, s. 176.

³⁴ Hammerich & Heistad, 2020, s. 409.

³⁵ Hammerich & Jøtun, 2016, s. 37.

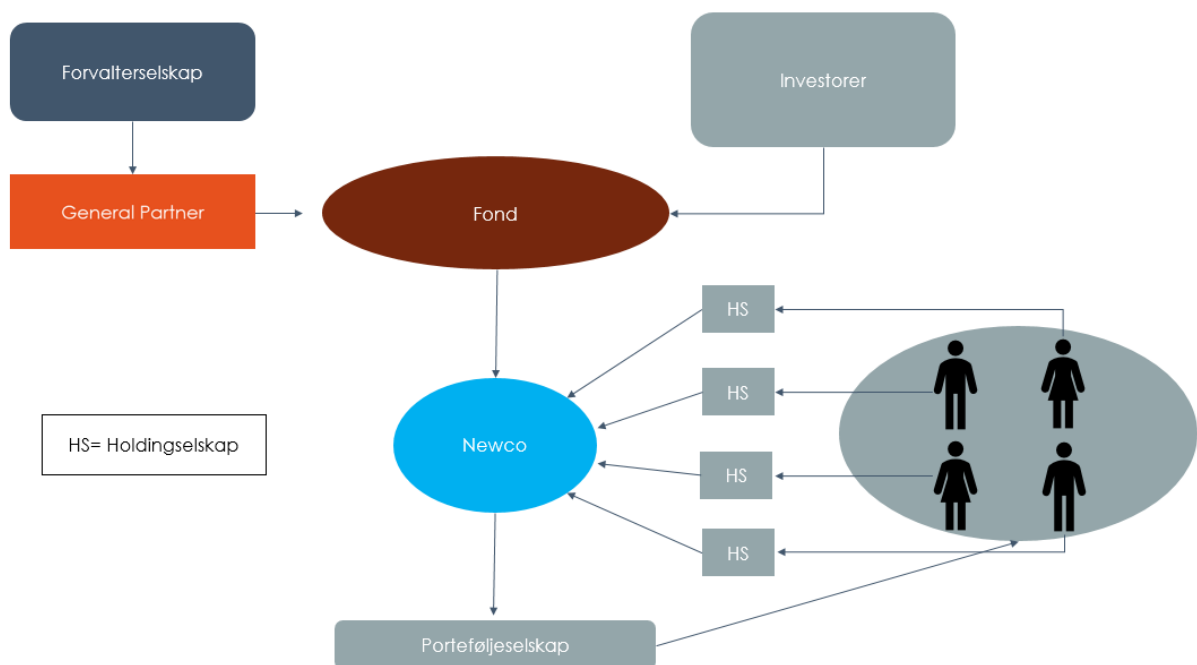
³⁶ Worsøe, 2006, s. 7; Hammerich & Heistad, 2020, s. 410.

³⁷ Hammerich & Jøtun, 2016, s. 40.

³⁸ BVCA, 2010, s. 33.

Det medfører at PE-fondets ansvar er begrenset til innskuddet i holdingselskapet, jf. asl. § § 1-1 (2). Managementet kan enten bli pålagt å investere i holdingselskapet, eller direkte i porteføljeselskapet.

De enkelte personene i managementet kan investere gjennom private holdingselskap. Det innebærer at aksjonæravtalen ofte må ta høyde for at det kan gjennomføres transaksjoner mellom den enkelte i managementet og holdingselskapet. F.eks. I utgangspunktet utløses forkjøpsretten for «aksjeeierne» der «en aksje har skiftet eier», jf. asl. § 4-19 (1). Det medfører at forkjøpsretten etter aksjeloven utløses der en i managementet overfører eierandeler i porteføljeselskapet til et holdingselskap. Bruker PE-fondet forkjøpsretten etter asl. § 4-19 (1) endres eierforholdet, og den enkelte i managementet mister deler av sitt eierskap. Eksempelet viser managementets behov for regulering av forkjøpsrett i aksjonæravtalen eller vedtektene. Det samme gjelder for PE-fondet, som kan ha flere underliggende selskaper. Aksjonæravtalen tar normalt høyde for at det ikke er begrensninger for transaksjoner innad i selskapsstrukturen. Se nærmere punkt 4.8



Figur 2: Management med eierskap gjennom eget holdingselskap i PE-fondets holdingselskap

2.4 Exit

2.4.1 Muligheten til å avhende selskapet

Hver investering et PE-fond gjennomfører i et selskap er gjort med tanke på fremtidig realisasjon.³⁹ PE-fondet har ved oppkjøpet lagt til rette for det fremtidige salget av porteføljeselskapet gjennom avtaleverket, og en helt sentral del for å kunne gjennomføre avhendelsen er omsetningsbegrensningene i aksjonæravtalen. Porteføljeselskapet har både PE-fondet og managementet som eiere. Dette medfører at PE-fondet gjennom aksjonæravtalen må kunne regulere når salget skal skje, hvem det skal selges til, og hvor store eierandeler av porteføljeselskapet som skal selges. Managementet kan som nevnt ha andre preferanser for når og til hvem porteføljeselskapet skal selges. For PE-fondet er det derfor knyttet usikkerhet til om managementet selger eierandelene i tråd med det PE-fondet har planlagt. PE-fondet har et fastsatt mandat fra investorene de må følge, og en konkret investeringsperiode i selskapet på 5-7 år. Punkt 4. viser at aksjelovens regulering av omsetningsbegrensninger ikke tar høyde for disse faktorene. Regulering av medsalgsplikt og forkjøpsrett i aksjonæravtalen er typisk en helt nødvendig faktor for å kunne avhende selskapet etter endt investeringsperiode (se punkt 4.6.3 og 4.5.3.1).

2.4.2 Avhendelsen av porteføljeselskapet

PE-fondet kan avhende porteføljeselskapet («exit») hovedsakelig gjennom tre forskjellige metoder. Det første alternativet er å notere porteføljeselskapet på børsen (initial public offering «IPO»). Det andre alternativet er å selge til industrielle aktører (trade sale), mens det tredje alternativet er å selge eierandelene til andre PE-fond (secondary sale).⁴⁰ Særlig ved trade sale og secondary sale er aksjelovens regulering utilstrekkelig, og fravikelse gjøres i aksjonæravtalen. PE-fondet må ha en mulighet til å selge hele selskapet, ettersom kjøpende PE-fond og konkurrenter normalt ønsker 100% eierskap (se punkt 4.6.3).

2.4.3 Profitt allokering

³⁹ Hammerich & Heistad, 2020, s. 411.

⁴⁰ Krüger Andersen, 2015, s. 215; Hammerich & Heistad, 2020.

Omsetningsbegrensningene i aksjonæravtalen er en avgjørende faktor for at PE-fondet kan eie porteføljeselskapet sammen med managementet. Hvordan profitten allokeres viser hvilken fordel det gir PE-fondet og investorene at managementet investerer i porteføljeselskapet.

Managementet får først profitt når det enkelte porteføljeselskapet de er medeiere av er solgt. Hvordan profitten mellom PE-fondet og managementet blir delt varierer. Er aksjene delt i aksjeklasser har managementet ofte aksjer med høyere risiko og potensial for høyere avkastning (normalt kalt ordinæraksjer).⁴¹ PE-fondet har ofte aksjer med lavere risiko og lavere avkastning (normalt kalt preferanseaksjer). Punkt 4.1 viser at PE-fondet kan differensiere ulike rettigheter gjennom aksjeklassene, herunder også omsetningsbegrensninger. Konsekvensen er at managementet kun oppnår avkastning for investeringen dersom selskapet utvikles, og selges med gevinst. Det er også mulighet for å tape de innskutte midlene hvis aksjene blir solgt for mindre enn den reinvesterte summen per aksje. Avkastningsmuligheten for managementet viser hvorfor PE-fondet krever at managementet skal investere, og hvilken motivasjon det gir.

Gjennom investeringsperioden får forvalterne normalt et fastsatt forvaltningshonorar.⁴² Etter salget av porteføljen og investeringsperioden er ferdig, allokeres profitten mellom investorene og hovedmannen gjennom en waterfall-modell. Det innebærer at investorene først får tilbakebetalt investeringssummen, pluss alle ekstrakostnader. Deretter får investorene den avtalte minsterenten for investeringen («hurdle rate»). Til slutt blir den gjenværende profitten delt mellom investorene og hovedmannen. Investorene får normalt 80%, mens 20% går til hovedmannen («carried interests»)⁴³ Etter at profitten er allokert, likvideres PE-fondet, og om mulig etableres et nytt etterfølgende fond.⁴⁴ Waterfall-modellen viser at PE-fondet har et klart initiativ til å utvikle hvert enkelt porteføljeselskap til å gi en samlet avkastning når profitten allokeres.

2.5 Eiersammensetningen for den videre vurderingen

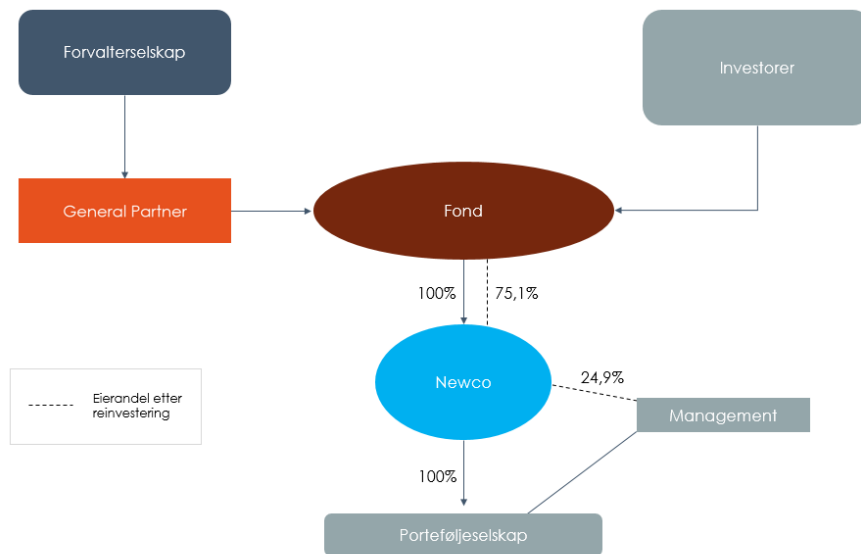
⁴¹ Hammerich & Heistad, 2020, s. 409.

⁴² Hammerich & Jøtun, 2016, s. 41.

⁴³ Krüger Andersen, 2015, s. 257.

⁴⁴ Krüger Andersen, 2015, s. 21.

Fremstillingen videre tar utgangspunkt i at PE-fondet kjøper opp porteføljeselskapet gjennom et holdingselskap (Newco). PE-fondet ansetter et management som er pålagt til å reinvestere i holdingselskapet. Det normale er at PE-fondet har en majoritetsandel i holdingselskapet, mens managementet har en minoritetsposisjon. Forutsetningen for den videre fremstillingen er at PE-fondet har en eierandel på 75,1%, og managementet har en eierandel på 24,9%.



Figur 3: Eierskap etter managementet har reinvestert

3. Aksjonæravtalen

3.1 Definisjon og formål

Aksjonæravtalen er en avtale mellom aksjonærene i et selskap som tar sikte på å regulere aksjonærenes rettigheter og plikter etter aksjerettslige regler.⁴⁵ I teorien er aksjonæravtaler definert som en «avtale hvor én eller flere aksjonærer i et aksje- eller allmennaksjeselskap forplikter seg til å utøve sine rettigheter i selskapet på en bestemt måte».⁴⁶ Utgangspunktet er at aksjonæravtaler er regulert og har samme virkeområde som enhver annen avtale. Dette innebærer at den kun er bindende mellom partene, og ikke kan binde selskapets organer eller beslutninger. Begrepet aksjonæravtale har ingen rettslig betydning i seg selv, men er kun en fellesbetegnelse på avtaler mellom aksjonærer som regulerer utøvelsen av aksjonærrettigheter i selskapet.⁴⁷

Formålet med en aksjonæravtale er oppnå «skreddersydde løsninger for det enkelte selskap», herunder å ha andre løsninger enn det som fremkommer av bakgrunnsretten.⁴⁸ Aksjonærene kan konkretisere og definere rettigheter og plikter i aksjonæravtalen, og på den måten legge til rette for at planene og målene satt for selskapet oppnås i forutsigbare rammer. Aksjeloven har regler som ikke gir PE-fondet tilstrekkelig kontroll og forutberegnelighet, og lovgivningen må derfor suppleres eller gjøres unntak fra. Aksjonæravtalen kan også inneholde vilkår som ikke er regulert i aksjelovgivningen, og dermed utvider rettighetene aksjonærene ellers ville hatt etter aksjeloven.

⁴⁵ Aarbakke mfl., 2012, s. 32.

⁴⁶ Woxholth, 2017, s. 25.

⁴⁷ Woxholth, 2017, s. 26.

⁴⁸ Woxholth, 2017, s. 56.

3.2 Rettslig regulering

3.2.1 Bakgrunnsrett

Bakgrunnsretten for aksjonæravtalen er aksjeloven, avtalerettslige regler, selskapets vedtekter, ulovfestet aksjerett og alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper.⁴⁹ Der det ikke er avtalt eller vedtektsfestet en annen regulering enn det som følger av aksjeloven, er aksjelovens regulering avgjørende. Aksjeloven fungerer kun som tolkningsbidrag der aksjonæravtalen regulerer noe som ellers følger av aksjeloven. Har ikke aksjeloven noen regulering av det som følger av aksjonæravtalen, er det ikke naturlig å anvende aksjeloven som bakgrunnsrett. Der aksjonæravtalen modifierer en regel som ellers følger av aksjeloven, kan aksjeloven utfylle uklarheter i aksjonæravtalen.⁵⁰

Selskapets vedtekter utfyller aksjonæravtalen i form av regler som angår selskapet, og som kan bidra til klarhet ved tolking av aksjonæravtalen.⁵¹ Vedtektene går normalt foran aksjonæravtalen i kollisjonstilfeller, og gjelder som preseptorisk rett på lik linje som aksjelovgivningen.⁵²

3.2.2 Aksjelovens fravikelighet

Aksjeloven regulerer ikke aksjonæravtaler direkte.⁵³ Dette innebærer imidlertid ikke at enhver innskrenkning av aksjonærenes rettigheter kan fastsettes i aksjonæravtalen. Aksjeloven inneholder flere preseptoriske regler partene må ta høyde for ved utformingen av aksjonæravtalen. Den avtalerettslige konsekvensen av at aksjonæravtalen er i strid med preseptoriske regler er at mekanismen/vilkåret ikke kan gjennomføres etter sitt innhold, og at den erstattes med lovens regel.⁵⁴

Aksjeloven inneholder ingen særskilt bestemmelse om dens fravikelighet i relasjon til aksjonæravtaler. Om en bestemmelse er preseptorisk må avgjøres ut fra en tolkning av den aktuelle bestemmelsen. Verken rettspraksis eller forarbeider gir noen klare retningslinjer for

⁴⁹ Woxholth, 2017, s. 228.

⁵⁰ Rt. 1994 s. 471 (s. 475).

⁵¹ Woxholth, 2017, s. 230.

⁵² Woxholth, 2017, s. 123; RG 1992 s. 982.

⁵³ Bråthen, 2019, s. 86.

⁵⁴ Giertsen, 2014, s. 192.

når aksjeloven ikke kan fravikes i aksjonæravtalen. Teorien fastlegger at det er «avgjørende om bestemmelsen er ment å verne om noen som ikke er part i avtalen».⁵⁵ Aksjelovgivningens bestemmelser verner bl.a. om selskapskreditorer, erververe av aksjer og andre tredjemannsinteresser.⁵⁶ Teorien tar utgangspunkt i at aksjelovens fravikelighet i relasjon aksjonæravtaler må vurderes opp mot vernet bestemmelsen er ment å ha overfor tredjemenn. Dette har en klar sammenheng med at aksjonæravtaler ikke har selskapsrettslig virkning. Aksjonæravtalens fravikelse av bakgrunnsretten kan ikke gi den større virkeområde enn den kan ha ut fra selskapsrettslige og avtalerettslige regler. For vedtekter er det annerledes. Aksjeloven regulerer i vesentlig større grad når lovens utgangspunkt kan fravikes i vedtektene, og forarbeidene til aksjeloven er klare på at det er kun i tilfellet der det kommer eksplisitt frem av ordlyden at det kan gjøres unntak i vedtektene.⁵⁷

3.2.3 Selskapsrettslig virkning

Selskapsrettslig virkning er virkninger for andre enn avtalepartene, og er motsetningen til avtalerettslig virkning som kun gjelder partene.⁵⁸ Spørsmålet om en aksjonæravtale er gitt selskapsrettslig virkning, og spørsmålet om aksjonæravtalen er i strid med preseptorisk rett må skilles fra hverandre. En avtale i strid med preseptorisk rett innebærer at avtalen går på tvers av, eller regulerer noe loven er ment å regulere eksplisitt. En aksjonæravtale som gis selskapsrettslig virkning, binder noen som ikke er part i avtalen, typisk styret, generalforsamlingen, erverver eller kreditor. Aksjonæravtalens bestemmelse settes ikke til side for å erstattes med lovens regel. Den aktuelle bestemmelsen i aksjonæravtalen er enten ugyldig, eller blir tolket harmoniserende til å være i tråd med selskapsrettslige regler.⁵⁹

Det klare utgangspunktet er at aksjonæravtaler ikke har selskapsrettslig virkning.⁶⁰ Hadde aksjonæravtalen hatt selskapsrettslig virkning, ville avtalen regulert rettigheten og pliktene til noen som ikke er avtalepart, noe som er i strid med alminnelige avtalerettslige prinsipper.⁶¹ Aksjonæravtalens bestemmelser må i utgangspunktet gjennomføres etter selskapsrettslige

⁵⁵ Woxholth, 2017, s. 116.

⁵⁶ Bråthen, 2019, s. 59.

⁵⁷ NOU 1996: 3 (s. 120).

⁵⁸ Woxholth, 2017, s. 274

⁵⁹ Woxholth, 2017, s. 232; Aarbakke mfl., 2012, s. 32.

⁶⁰ Lovavdelingen, 1985, mangler sidetall; Woxholth, 2017, s. 277; Aabø-Evensen, 2011, s. 927; Ravlo-Losvik, 2008, s. 102.

⁶¹ Woxholth, 2017, s. 274.

regler for å få virkning overfor selskapet.⁶² Følgelig binder aksjonæravtalen kun aksjonærenes utøvelse av aksjonærrettigheter, og ikke selskapets organ som sådan.

Hvordan en aksjonæravtale gjennomføres etter selskapsrettslige regler varierer ut fra den konkrete bestemmelsen i aksjonæravtalen. Et eksempel er der det er fastsatt regler for utbytte i aksjonæravtalen. Gjennomføringen av utbytteregelen må skje ved at aksjonærene på generalforsamlingen stemmer i samsvar med aksjonæravtalen.⁶³ Stemmer ikke aksjonærene i tråd med aksjonæravtalen, foreligger det et avtalebrudd, og avtalte eller alminnelige misligholdsbeføyelser kan gjøres gjeldende.

3.2.4 Forholdet mellom aksjonæravtalen og vedtektene

Vedtektene brukes for å tilpasse aksjelovens normalregler til forholdene i det enkelte selskap. Aksjonærene må akseptere aksjonæravtalen for å være bundet, mens vedtektene er man som aksjonær bundet av uten videre. Vedtektene binder både selskapet og aksjonærene, og vedtak i strid med vedtekter er selskapsrettslig ugyldig.

Et aksjeselskap må ha vedtekter, jf. asl. § 2-1, mens aksjonæravtaler er frivillig. En følge av at aksjonæravtalen inngås frivillig, er at det ikke stilles krav til innhold. Vedtekter må derimot oppfylle minstekrav satt i loven, jf. asl. § 2-2. Både vedtektene og aksjonæravtalen kan suppleres i den grad aksjelovgivningen er deklarasjonsrettslig.⁶⁴ En aksjonæravtale kan være ugyldig om den er i konflikt med selskapets vedtekter.⁶⁵ Utgangspunktet om at vedtektene går foran ved motstrid kan imidlertid fravikes i aksjonæravtalen.⁶⁶

En hovedgrunn til at aksjonæravtale ofte brukes i tillegg til vedtektene, er at innholdet kan være konfidensielt. Det er ingen generelle krav til notifikasjon av aksjonæravtaler, med mindre aksjonæravtalen inneholder et element som oppregnet i asl. § 2-4. For vedtekter er det krav til notifisering, ettersom de skal sendes sammen med stiftelsesdokumentet til Brønnøysundregisteret.⁶⁷ Aksjonæravtalen supplerer ofte vedtektene med mer inngående detaljer, noe som er særlig aktuelt der aksjeloven krever at unntak fra loven må gjøres i

⁶² Aarbakke mfl., 2012, s. 32.

⁶³ Aarbakke mfl., 2012, s. 32.

⁶⁴ Rt. 1997 s. 596 (s. 606).

⁶⁵ Andenæs, 2016, s. 60; Rt. 1995 s. 27.

⁶⁶ Woxholth, 2017, s. 124; Andenæs, 2016, s. 61.

⁶⁷ Brønnøysundsregistrene, 2021.

vedtektene. Aksjonæravtalen gjør det mulig å holde vedtektene enkle og nøytrale, slik at det ikke er nødvendig med kostbare og tidkrevende vedtektsendringer etter hvert som forholdene og behovene endrer seg i selskapet.⁶⁸ En annen fordel med aksjonæravtaler at alle aksjonærer ikke trenger være part. En aksjonæravtale kan f.eks. regulere rettighetene og pliktene mellom to aksjonærer. Det er også større frihet knyttet til aksjonæravtalens innhold. Vedtektsfriheten er ikke sammenfallende med avtalefriheten, og det som ikke kan fastsettes i vedtektene, kan normalt reguleres i avtale.⁶⁹

⁶⁸ Bråthen, 1996, s. 497.

⁶⁹ Eide, 2009, s. 27.

4. Omsetningsbegrensninger i aksjonæravtalen

4.1 Utgangspunkt for vurderingen

Omsetningsbegrensninger er begrensninger knyttet til muligheten å selge aksjene fritt.⁷⁰ Alle former for reguleringer knyttet til muligheten å selge aksjer fritt er en form for omsetningsbegrensning. En omsetningsbegrensning kan f.eks. være en bestemmelse som regulerer hvem aksjonæren kan selge til, når aksjonæren kan/må selge, eller om aksjonæren har rett til å eie aksjer.

Aksjonæravtalen i den videre vurderingen regulerer rettighetene og pliktene mellom PE-fondet og managementet. Etersom det er omsetningsbegrensningene som analyseres, behandles ikke andre relevante mekanismer. Andre mekanismer som normalt reguleres i aksjonæravtalen, men som ikke blir behandlet her, er bestemmelser vedrørende kapitalforhøyelser, utdeling, styresammensetning, vetoretter, exit og misligholdssanksjoner.

Relevant i relasjon til omsetningsbegrensningene er inndeling av aksjeklasser. Å inndele aksjene i aksjeklasser innebærer et unntak fra prinsippet om «at alle aksjer gir lik rett i selskapet», jf. asl. § 4-1 (1), og er en alternativ måte for PE-fondet å differensiere rettighetene mellom aksjonærene. En normal måte å inndele aksjene er å gi den ene aksjeklassen fortrinnsrett til utdelinger, og lavere risiko, herunder preferanseaksjer.⁷¹ PE-fondet er som oftest eiere av preferanseaksjene, mens managementet eier ordinæraksjene.⁷² Ordinæraksjene kan underlegges restriksjoner og plikter som ikke gjelder preferanseaksjene, og på den måten kan omsetningsbegrensninger differensieres mellom managementet og PE-fondet.⁷³ At det er ulike aksjeklasser i selskapet, og innholdet av aksjeklassene må fastlegges i vedtektene, jf. asl. § 4-1 (1). Dette har sin bakgrunn i at deling i aksjeklasser utgjør et brudd med likhetsprinsippet, noe fremtidige aksjeeiere og tredjemenn må være kjent med. Vedtektene

⁷⁰ NOU 1992: 29 s. 94.

⁷¹ Aabø-Evensen, 2011, s. 1277.

⁷² Hammerich & Heistad, 2020, s. 410.

⁷³ Aabø-Evensen, 2011, s. 1277; Hammerich & Heistad, 2020, s. 410.

sikrer eierne mot vesentlige endringer gjennom flertallskrav for endring, og at selskapets organer plikter å respektere aksjeklassene.⁷⁴

Det følger ikke klart av ordlyden «angi hva som skiller aksjeklassene» hvor utfyllende vedtektene må angi forskjellen mellom aksjeklassene, jf. asl. § 4-1 (3) tredje punktum. Etter ordlyden kan det være tilstrekkelig å fastsette i vedtektene at det er ulikheter knyttet til omsetningsbegrensninger for aksjeklassene, følgelig at det mer konkrete innholdet av omsetningsbegrensningene kan fastsettes i aksjonæravtalen. Aksjelovens forarbeider tilsier at aksjonærene står fritt til å avtale omsetningsbegrensninger, noe som taler til en viss grad for at det nærmere innholdet av omsetningsbegrensningene kan fastsettes i aksjonæravtalen.⁷⁵

Løsningen er usikker, men uten særlig stor betydning. Aksjonærene kan i aksjonæravtalen relativt fritt regulere omsetningsbegrensningene slik at partene oppnår den samme løsningen som ved aksjeklasser.⁷⁶ Omsetningsbegrensningene må da tilknyttes de enkelte partene, ikke de ulike aksjeklassene.

4.2 Omsetningsbegrensninger

4.2.1 Begrunnelsen for omsetningsbegrensninger

Normalt gjøres investeringer i aksjer for å oppnå avkastning, eller for å oppnå gevinst ved fremtidig salg. Dette er en av grunnene til at prinsippet om aksjers frie omsettelighet er grunnleggende i aksjeselskapsretten.⁷⁷ For PE-fondet er omsetningsbegrensningene i aksjonæravtalen derimot en sentral komponent for å oppnå gevinst ved fremtidig salg.

For det første gir omsetningsbegrensningene kontroll over aksjonærsammensetningen i investeringsperioden.⁷⁸ Aksjonæravtalen kan regulere hvem som erverver aksjer i porteføljeselskapet, og på denne måten opprettholde aksjonærenes forholdsmessige eierandel

⁷⁴ Eriksen Gjein, 2020, s. 141.

⁷⁵ NOU 1992: 29 (s. 92).

⁷⁶ Eriksen Gjein, 2020, s. 155.

⁷⁷ Ravlo-Losvik, 2008, s. 87.

⁷⁸ Lowzow, Reed, & Steinberg, 1993, s. 213.

sammenlignet med øvrige aksjonærer.⁷⁹ PE-fondet kan på denne måten sikre hvem som er eiere i porteføljeselskapet, og stille spesifikke krav til eierskapet.

For det andre gir omsetningsbegrensningene stabilitet i porteføljeselskapet. Først ved at muligheten for at uønskede aksjonærer kan tre inn i selskapet minimeres.⁸⁰ Det gir også stabilitet ved at det reduserer risikoen for låste situasjoner, også kalt «dead lock».⁸¹ Følgelig gir omsetningsbegrensningene forutsigbare rammer rundt managementets eierskap.

For det tredje tilrettelegger omsetningsbegrensningene for høyere gevinst ved realisasjon. Managementet kan bl.a. på grunn av omsetningsbegrensningene være eiere i porteføljeselskapet, noe som gir managementet insentiv til å handle i samsvar med PE-fondets interesser. Omsetningsbegrensningene legger også til rette for et samlet salg av alle aksjene, noe som er vesentlig for å oppnå en høy pris.⁸²

4.2.2 Adgangen til å fastsette omsetningsbegrensninger i aksjonæravtalen

Det følger av aksjeloven at «aksjer kan skifte eier ved overdragelse og på annen måte» om ikke annet er bestemt i «lov, vedtekter eller avtale mellom aksjeeierne.», jf. asl. § 4-15 (1). Ordlyden gir uttrykk for at aksjer i utgangspunktet er fritt omsettelige, men at det er vid adgang til å fastsette unntak gjennom omsetningsbegrensninger. Det samme uttrykk gir forarbeidene:

«(...) alle former for omsetningsbegrensninger i utgangspunktet er lovlige, uavhengig av om de er tatt inn i vedtektene eller regulert gjennom aksjonæravtale.»⁸³

Det har skjedd en vesentlig endring fra den tidligere aksjeloven 1976. Lovgivningen har nå åpnet i større grad for fravikelse av reglene i aksjeloven i relasjon til omsetningsbegrensninger.⁸⁴ Dette medfører at forarbeider, teori og rettspraksis i tilknytning aksjeloven 1976 har mindre rettskildemessig vekt og relevans vedrørende fravikeligheten av aksjeloven 1997.

⁷⁹ Ravlo-Losvik, 2008, s. 88.

⁸⁰ Bråthen, 2019, s. 123.

⁸¹ Ravlo-Losvik, 2008, s. 88.

⁸² Ravlo-Losvik, 2008, s. 88.

⁸³ NOU 1992: 29 (s. 95).

⁸⁴ NOU 1992: 29 (s. 96).

Det klare utgangspunkt er at PE-fondet har stor frihet til å fastsette egne omsetningsbegrensninger i aksjonæravtalen. Adgangen til å fastsette vilkår i aksjonæravtalen som gjør unntak fra lovens regler, må likevel vurderes konkret for hver enkelt bestemmelse aksjonæravtalen fraviker.

En annen type begrensning som ikke er direkte tilknyttet aksjeloven, men som følger av aksjonæravtalens virkeområde, er at aksjonæravtalen ikke kan binde andre enn partene. Som fremhevet i punkt 3.2.3 har ikke aksjonæravtaler selskapsrettslig virkning. Dette tilsier at aksjonæravtalen ikke kan binde den som erverver en aksje fra selskapet.⁸⁵ Utgangspunktet om at aksjonæravtalen ikke kan binde en erverver får konsekvenser for hvordan omsetningsbegrensningene skal utformes, og hvor de skal fastsettes.

I utgangspunktet er aksjonæravtalen gyldig selv om den tilsynelatende skulle vært gitt selskapsrettslig virkning.⁸⁶ Det samme gjelder der aksjonæravtalen prøver å binde en rettsetterfølger. Konsekvensen er at den selskapet prøver å binde, men som ikke er part i aksjonæravtalen, er ubundet av avtalen. I realiteten ønsker PE-fondet at erververen skal være bundet av aksjonæravtalen, eller må respektere den på lik linje med de øvrige aksjonærene.

Ettersom aksjonæravtalen ikke binder rettsetterfølgeren, tar PE-fondet normalt sikte på å regulere situasjonen ved overdragelse av aksjer, ikke erverv.⁸⁷ Det foreligger likevel en rekke aksjonæravtaler som tilsynelatende prøver å regulere partenes rettsetterfølger. Dette kan ha sammenheng med at en aksjonæravtale som regulerer situasjonen ved overdragelse, ikke tar høyde for at en aksjonær kan overføre en aksje ved å misligholde omsetningsbegrensningen. Problemstillingen oppstår også der aksjene går i arv, eller ved kreditorbeslag. Flere av forholdene kan det tas høyde for i aksjonæravtalen eller vedtektene, og oppgaven vurderer nærmere hvordan PE-fondet kan ta høyde for at aksjonæravtalen i utgangspunktet ikke binder erververen.

For det første kan PE-fondet binde erververen ved å bevise at erververen har tiltrådt aksjonæravtalen ved stilltiende aksept. Spørsmålet beror på avtalerettslig binding, og blir ikke behandlet nærmere. Det andre alternativet er å vedtektsfeste et krav om at erververen tiltrer aksjonæravtalen. Det vurderes om det foreligger en slik adgang i punkt 4.9. Det tredje

⁸⁵ Rt. 1961 s. 699 (s. 703).

⁸⁶ Woxholth, 2017, s. 232; Aarbakke mfl., 2012, s. 32.

⁸⁷ Woxholth, 2017, s. 382.

alternativet er om det kan nektes samtykke til erverv av aksjer fordi erververen ikke tiltrer aksjonæravtalen. Spørsmålet behandles i punkt 4.4.2.4. Det fjerde alternativet er å vise til aksjonæravtalen i vedtektene, f.eks. ved at vedtektene fastslår at samtykke kun gis i henhold til aksjonæravtalen. Spørsmålet behandles i punkt 4.4.2.5 og 4.5.3.4. Det siste alternativet er om en aksjonæravtale kan påheftes aksjene som en begrenset tinglig rettighet.⁸⁸ Spørsmålet behandles ikke i oppgaven.

4.3 Lock-up

4.3.1 Aksjelovens utgangspunkt

En «lock-up» er et omsetningsforbud i en tidsbestemt periode. Utgangspunktet etter aksjeloven er at aksjene er fritt omsettelige, jf. asl. § 4-15 (1). Følgelig fraviker et lock-up vilkår asl. § 4-15 (1). Det følger klart av ordlyden «så vidt annet ikke er bestemt i (...) avtale» at utgangspunktet kan fravikes i aksjonæravtalen.

En lock-up fraviker imidlertid ikke bare utgangspunktet i § 4-15 (1), men tilsidesetter også tilnærmet alle rettigheter aksjonæren har til å si seg løst fra eierskapet etter aksjeloven. En lock-up gjelder normalt hele perioden PE-fondet har eierskap i porteføljeselskapet. På den måten regulerer PE-fondet tidspunktet managementet skal kunne gjøre unntak fra lock-up'en, istedenfor å regulere alle tilfellene der managementet ikke kan selge. F.eks. kan managementet få unntak fra lock-up'en om aksjonæren innhenter samtykke fra det samtykkekompetente organet. Et lock-up vilkår medfører at utgangspunktet for salg av aksjer er det motsatte enn i aksjeloven. Ved vurderingen av de øvrige unntakene fra aksjeloven må det derfor tas utgangspunkt i at aksjene ikke er omsettelige.

4.3.2 Behovet for Lock-up

PE-fondet ønsker normalt at lock-up'en er begrenset til å gjelde ordinæraksjene, eller managementet som en definert gruppe.⁸⁹ En fordel ved lock-up er at alle parter har forutberegnelighet vedrørende aksjonærsammensetningen, og for PE-fondets del sikrer det at

⁸⁸ Woxholth, 2017, s. 390–440.

⁸⁹ Hammerich & Heistad, 2020, s. 410.

managementet blir værende som eiere, og dermed får særskilt insentiv til å arbeide for vekst i selskapet. Mangelen på mobilitet for managementet er følgelig gunstig i en bestemt periode.

PE-fondet er særlig tjent med lock-up, men som vist i punkt 2.4.3, har også managementet en fordel ved at det sikrer stabilitet, og mulighet for avkastning. Det forutsetter imidlertid at Lock-up'en er tilpasset forretningsplanen ved å være tidsbegrenset til investeringsperioden og kun gjelder managementet. Lock-up'en varer normalt i 5-7 år, dvs. inntil PE-fondet har planlagt exit i porteføljeselskapet.⁹⁰ Aksjonæravtaler kan ha bestemmelser som gjør at Lock-up'en faller bort ved vesentlige endringer i selskapets situasjon.⁹¹ Den videre vurderingen viser at det ikke er nødvendig med en slik klausul for PE-fondet. PE-fondet oppnår stor grad av kontroll, gjennom regulering av samtykke, forkjøpsrett, leaver-klausuler, medsalgsrett og medsalgsplikt.

4.4 Samtykkekrav

4.4.1 Definisjon og fravikelighet

Samtykkekravet kan defineres ut fra når samtykke må innhentes. Etter aksjeloven er et samtykkekrav en regel om at erverver må innhente samtykke fra selskapet etter overdragelse. En annen måte å regulere samtykke er å kreve samtykke før aksjene overdras. Det er disse definisjonene vurderingen tar utgangspunkt i. Fordeler og ulemper for PE-fondet ved de ulike reguleringene fremkommer av punkt. 4.4.2.2.

Asl. §§ 4-15 (2), 4-16 (1) annet punktum og 4-16 (2) tredje punktum gir etter ordlyden valgfrihet til utformingen av samtykkereglene. Reglene er etter lovens ordlyd i stor grad deklarasjonsmessige. Aksjonærene kan således bestemme om det skal gjelde en samtykkebegrensning, hvem som skal treffe avgjørelsen om samtykke, og de nærmere vilkårene for at samtykke gis. Etter asl. § 4-16 (2) andre punktum gir ordlyden uttrykk for at samtykke ikke kan nektes der eierskifte skjer ved «arv eller på annen måte» når erververen er slektning. Justiskomiteen forutsatte imidlertid at selskapet gjennom vedtektene også har

⁹⁰ Worsøe, 2006, s. 7.

⁹¹ Torpp, Foyn, & Bondeson, 2012, s. 84.

adgang til å nekte samtykke ved arv eller lignende til slektning.⁹² Utgangspunktet er tilnærmet fri adgang til å fastsette særskilt regulering av samtykke i vedtektene.

Ordlyden i asl. §§ 4-16 (1) og (2) isolert taler for at reguleringen kan gjøres i vedtektene, og nevner ikke aksjonæravtaler. At loven kun viser til vedtektene er ut fra en systematisk tolkning ikke ensbetydende med at det ikke kan fastsettes unntak i aksjonæravtalen. Det er klart at loven er deklarasjonsregulering i relasjon aksjonæravtaler også. Forarbeidene til aksjeloven fastslår eksplisitt at aksjonæravtaler kan fravike store deler av loven.⁹³ At avtalefriheten normalt er større enn vedtektsfriheten, taler også vesentlig for at unntak kan fastsettes i aksjonæravtalen. Teorien gir uttrykk for samme forståelse.⁹⁴

4.4.2 Behovet for regulering av samtykke i aksjonæravtalen

4.4.2.1 Formålet med en samtykkeklause

En samtykkeklause henger sammen med at PE-fondet ofte krever lock-up i perioden de investerer i selskapet. Som tidligere vurdert i punkt 4.3 har lock-up klausulen til hensikt å hindre at eiersammensetningen endres, og at managementet blir værende i selskapet i hele investeringsperioden. En samtykkeklause medfører imidlertid at PE-fondet kan akseptere transaksjoner som er gunstige for den videre driften av porteføljeselskapet.

Aksjelovens regulering av samtykke gir imidlertid ikke den nødvendige forutberegnelighet og trygghet som PE-fondet trenger i investeringsperioden. PE-fondet fastsetter derfor egne reguleringer i aksjonæravtalen eller vedtektene.

4.4.2.2 Når skal kravet om samtykke utløses?

Hovedregelen for samtykke etter aksjeloven er at «erwerb av aksje er betinget av samtykke fra selskapet», jf. §§ 4-16 og 4-17.», jf. asl. § 4-15 (2). Ordlyden «erwerb» kan tolkes som at det

⁹² Innst. O. nr. 80 (1996-1997) Punkt 8.5 s. 23.

⁹³ NOU 1992: 29 (s. 95).

⁹⁴ Andenæs, 2016, s. 59; Woxholth, 2017, s. 117.

må foreligge et kjøp, eller at det må foreligge en overtagelse. Spørsmålet er avklart i praksis hvor det fremkommer at det kreves samtykke fra selskapet ved enhver frivillig overdragelse.⁹⁵

PE-fondet har imidlertid behov for å fravike asl. § 4-15 (2) og fastsette samtykke til overdragelse i aksjonæravtalen. For det første virker et slikt vilkår mindre salgsdempende enn samtykke til nektelse av erverv. Det er ikke kjøper/erhverver som må innhente samtykke, men den som ønsker å selge aksjene som må ha samtykke. Gir kjøper et bud PE-fondet og managementet ønsker å selge aksjene for, gir PE-fondet samtykke til at aksjene selges. Er ikke managementet innstilt på å selge, kan PE-fondet utløse medsalgsplikten (se punkt 4.6.3). På denne måten har PE-fondet kontroll over når eierandelene selges. Har kjøper fått godkjent budet av PE-fondet, kan de være sikre på at kjøpet kan gjennomføres. Kjøper har på denne måten tilstrekkelig forutberegnelighet til å gjennomføre nødvendige undersøkelser av porteføljeselskapet. Etter aksjelovens regulering kan ikke kjøper være sikker på at alle aksjonærer selger før samtykke er innhentet fra alle aksjonærer.

For det andre kan ikke aksjonæravtalen effektivt regulere samtykke til nektelse av erverv. Samtykkeklausulen regulerer da erververens rettsstilling, og erververen er ikke bundet til å følge den. Som vurdert i punkt 4.2.2 tar aksjonæravtalen normalt sikte på å regulere situasjonen før erverv, ettersom aksjonæravtalen ikke binder rettsetterfølgeren. Skal samtykkeklausulen kunne gjøres gjeldende overfor erververen, må det fastsettes i vedtektene. Se nærmere punkt 4.4.2.5.

PE-fondet regulerer normalt samtykke til overdragelse i aksjonæravtalen, og fraviker dermed reguleringen i asl. § 4-15 (2). Det gir PE-fondet økt kontroll over aksjonærsammensetningen, uten å ha en salgsdempende effekt.

4.4.2.3 Samtykkekompetansen

Etter asl. § 4-16 (1) hører det under «styret» å avgjøre om samtykke skal gis. PE-fondet har imidlertid et klart behov for å ha kontroll over organet som gir samtykke til erverv. Krav om samtykke beskytter i all hovedsak de som har retten til å gi samtykke, ikke de øvrige.

⁹⁵ Rt. 2008 s. 298 (avsn. 33).

PE-fondet kan få samtykkekompetanse ved å fastsette at et bestemt organ har samtykkekompetansen, og gjennom aksjonæravtalen fastlegge at PE-fondet har kontroll over det samtykkekompetente organ. Det normale er at samtykkekompetansen gis til styret. En aksjonæravtale har imidlertid ikke selskapsrettslig virkning, og PE-fondet kan derfor ikke instruere styret om at samtykke skal gis eller ikke. Samtykkekompetansen kan gis generalforsamlingen, men det medfører flere formaliteter enn når styret har kompetansen. Normalt har PE-fondet kontroll i porteføljeselskapets styre. Dette oppnås ved at det i aksjonæravtalen fastlegges at aksjonærene skal stemme på generalforsamlingen for en bestemt styresammensetning som gir PE-fondet majoritet ved beslutninger, jf. asl. § 6-3 (1).⁹⁶ Partene kan fritt gjennom aksjonæravtalen regulere hvordan stemmeretten på generalforsamling utøves (stemmerettsavtaler).⁹⁷

4.4.2.4 Når kan samtykke nektes?

PE-fondet kan som nevnt ha kontroll over hvem som gir samtykke til overdragelse. Spørsmålet her er når styret kan nekte samtykke. PE-fondet har behov for å kunne nekte samtykke til overdragelse der en overføring ikke er i tråd med aksjonæravtalen. Samtykke gis bare der det er den beste beslutningen for å oppnå vekst i porteføljeselskapet, og det er en ulempe å holde på en aksjonær som ønsker seg ut av selskapet. For å sikre vekst i porteføljeselskapet, må PE-fondet ha kontroll over managementet og eierne i porteføljeselskapet. Dette medfører at det er helt sentralt for PE-fondet kunne nekte samtykke der de finner det nødvendig.

Det følger av asl. § 4-16 (2) at samtykke bare kan nektes der det foreligger «saklig grunn for det». Ordlyden gir lite veiledning for når samtykke kan nektes bortsett fra at nektelsen må ha begrunnelse i en saklig interesse i selskapet. Rettspraksis tilsier at hva som er saklig må vurderes konkret ut fra det enkelte selskap og hva som er i selskapets interesse.⁹⁸ Videre må det i vurderingen av hva som er «saklig grunn» for nektelse vektlegges hva som er «selskapets formål, drift og egenart for øvrig».⁹⁹ Høyesterett gir uttrykk i samme avgjørelse at

⁹⁶ Aarbakke mfl., 2012, s. 32.

⁹⁷ Woxholth, 2017, s. 82.

⁹⁸ Rt. 2013 s. 241 (avsn. 42–44).

⁹⁹ Rt. 1999 s. 1682 (s. 1692).

det er en svært høy terskel for å tilsidesette en avgjørelse fra styret, ettersom domstolen ikke bør gå langt i vurderingen av selskapsorganenes skjønnsutøvelse.

I utgangspunktet tilsier rettsregelen at PE-fondet kan nekte samtykke der det har sammenheng med porteføljeselskapets økonomiske vekst. PE-fondet har imidlertid behov for å kunne nekte samtykke til overdragelse uten å måtte vise til konkrete interesser i porteføljeselskapet. F.eks. kan investorene ha interesser i at samtykke nektes. Både i relasjon til hensynet til enkel saksbehandling, og forutberegnelighet, er det i PE-fondets interesse å gjøre unntak fra «saklig grunn» kriteriet, jf. asl. § 4-16 (2).

Ordlyden i asl. § 4-16 (2) første punktum taler isolert for at «saklig grunn» kriteriet er deklarasjonsregulert. Ordlyden i asl. § 4-15 og forarbeidene taler i stor grad for det samme.¹⁰⁰ På andre siden fastsetter asl. § 4-16 (2) siste punktum at det i «vedtektene kan (...) fastsettes nærmere vilkår for å nekte samtykke». Bestemmelsen sett i sammenheng taler for at vedtektene kan regulere hva som er «saklig grunn», men at grunnlaget for nektelsen må være synbar og forutberegnelig for den som avhender aksjene.¹⁰¹ Herunder at det kun er reguleringen av hva som utgjør «saklig grunn» som kan fastsettes. En kontekstuell tolkning av bestemmelsen tilsier at «saklig grunn» kriteriet ikke kan fravikes i vedtektene, men gir ingen antydning til om det samme gjelder aksjonæravtalen.

Det følger av Rt. 1999 s. 1682 (side 1687) at «lovens regler om eierskifte har et blandet deklarasjonsregulert og preseptorisk innhold». Videre uttales det:

«Selskapet kan etter sammenhengen ikke håndheve selve utøvelsen av samtykkemyndigheten på en måte som er i strid med lovens krav til saklighet, men kan allikevel i en viss utstrekning, f.eks. ved formålsangivelser, vedtekter eller lignende selskapsvedtak, regulere rammebetingelsene for eierskifte på en slik måte at dette får betydning for saklighetsvurderingen.»¹⁰²

At selskapet ikke kan «håndheve selve utøvelsen av samtykkemyndigheten (...) i strid med lovens krav til saklighet» gir antydning om at saklig grunn kriteriet er preseptorisk for vedtekter og aksjonæravtaler. Dommen har imidlertid begrenset rettskildemessig vekt

¹⁰⁰ NOU 1992: 29 (s. 95).

¹⁰¹ Rt. 2013 s. 241 (avsn. 46).

¹⁰² Rt. 1999 s. 1682 (s. 1687).

ettersom den tar utgangspunkt i aksjeloven 1976, som hadde strengere rammer rundt adgangen til å fastsette omsetningsbegrensninger.¹⁰³

Det følger av forarbeidene til aksjeloven at «det er bare der hvor det fremgår direkte av lovteksten eller det er klart forutsatt at det kan vedtektsfestes andre regler at dette kan gjøres».¹⁰⁴ Teorien støtter opp om forarbeidene og tillegger at «§ 4-16 annet ledd første punktum tredje og fjerde ledd samt § 4-17 utvilsomt ikke kan fravikes i vedtektene til skade for erververen».¹⁰⁵ Samlet taler det klart mot at «saklig grunn» kriteriet kan fravikes i vedtektene.

Samlet sett fremstår det som klart at det ikke kan gjøres unntak fra «saklig grunn» kriteriet i vedtektene. I de tilfeller må innflytelse over samtykke skje gjennom å «fastsette nærmere vilkår for å nekte samtykke», jf. asl. § 4-16 (2). Om det kan fastsattes som vilkår i vedtektene at aksjonæravtalen må tiltres for erverv, vurderes i punkt 4.9.

Spørsmålet er om den samme begrensningen gjelder for aksjonæravtaler. Høyesteretts mer generelle uttalelse om at selskapet ikke kan «håndheve» utøvelsen av samtykkemyndigheten i strid med saklighetskravet kan ikke tillegges særlig vekt i lys av forarbeidene.¹⁰⁶ Hensynet til at aksjonærene fritt bør kunne regulere hvilke begrensninger de er underlagt, og at de skal kunne fraskrive seg vernet aksjeloven gir, tilsier at «saklig grunn» kriteriet kan fravikes i aksjonæravtalen. Kriteriet om «saklig grunn» til å nekte erverv er ment å verne avhenders interesse av å selge aksjene.¹⁰⁷ Der selgeren selv bestemmer at denne retten fravikes ved å akseptere aksjonæravtalen, taler det for at det ikke må være en «saklig grunn». Hensynet til selger er da ivaretatt. Aksjonæravtalens formål om at aksjonærene kan regulere rettighetene seg imellom taler klart for at «saklig grunn» kriteriet er deklarasjonskriteriet i relasjon aksjonæravtaler.

Konklusjonen er at PE-fondet fritt kan regulere hvilke tilfeller de nekter samtykke til overdragelse i aksjonæravtalen. Følgelig kan det fastsettes i aksjonæravtalen at styret uten nærmere begrunnelse kan nekte samtykke til overdragelse. Reguleres samtykke i vedtektene,

¹⁰³ NOU 1992: 29 (s. 95).

¹⁰⁴ NOU 1996: 3 (s. 120).

¹⁰⁵ Aarbakke mfl., 2012, s. 262.

¹⁰⁶ Rt. 1999 s. 1682 (s. 1687); NOU 1992: 29 (s. 95).

¹⁰⁷ Rt. 2013 s. 241 (avsn. 46).

er det flere preseptoriske skranker. Det medfører mindre fleksibilitet og forutberegnelighet i relasjon aksjonærsammensetningen for PE-fondet.

4.4.2.5 Skal samtykke reguleres i vedtektene eller aksjonæravtalen?

Den største fordelen ved å regulere samtykke i aksjonæravtalen er større frihet til innholdet. Aksjonæravtalen kan i større grad gi forutberegnelighet i tilknytting til når samtykke kan nektes enn vedtektene har mulighet til å gi. Fordelen ved et vedtektsfastsatt samtykkekrav er at vedtektene regulerer det «selskapsrettslige forholdet mellom selskapet (...) og erververen», jf. asl. § 4-13 (4). Følgelig binder vedtektene en potensiell erverver.

Regulering av samtykke til overdragelse i aksjonæravtalen tar i utgangspunktet ikke hensyn til at managementet kan misligholde aksjonæravtalen ved å selge uten å innhente samtykke, at aksjene går i arv, eller at kreditor tar beslag i aksjene. Aksjonæravtalen kan i leaver-klausulen ta høyde for tilfellet der en i managementet dør. Personen anses da som «good leaver», og PE-fondet har mulighet til å kjøpe aksjene før aksjene overdras til eventuell arving (call option) (se punkt 4.7). Det samme gjelder i utgangspunktet der en manager misligholder aksjonæravtalen. Problemet er imidlertid der misligholdet består i å selge aksjen uten å følge aksjonæravtalen. Da er aksjen overdratt til en erverver, og aksjonæravtalen gjelder ikke tredjemannen. Problemstillingen kan gjøre det nødvendig å fastsette et samtykkekrav i vedtektene.

Et nærliggende spørsmål er om det i vedtektene kan fastsettes at «samtykke kun blir gitt der det er i samsvar med aksjonæravtalen». Ordlyden i asl. § 4-15 til § 4-23 gir ingen veiledning til om det kan vises til aksjonæravtalen i vedtektene. Reelle hensyn taler for at man ikke gjennom vedtektene kan gi aksjonæravtalen sterkere virkning enn de ellers kan ha etter selskapsrettslige regler. Herunder at man ikke gjennom vedtektene kan gi aksjonæravtalen selskapsrettslig virkning.¹⁰⁸ Tilsvarende er uttrykt i en uttalelse fra Lovavdelingen.¹⁰⁹ Det samme utgangspunktet gjelder der preseptoriske regler for vedtektene unngås ved å innta dem i aksjonæravtalen, for deretter å vise til aksjonæravtalen i vedtektene.¹¹⁰

¹⁰⁸ Woxholth, 2017, s. 377.

¹⁰⁹ Lovavdelingen, 1985, mangler sidetall.

¹¹⁰ Woxholth, 2017, s. 376; Lowzow, Reed, & Steinberg, 1993, s. 45.

Teorien med henvisning til Lovavdelingen er i stor grad skeptisk til henvisninger til aksjonæravtaler i vedtektene.¹¹¹ Det er begrunnet i at aksjonæravtalen ikke skal kunne gis større virkeområde enn hva som følger av selskapsrettslige regler. Følgelig er det hensynet til forutberegnelighet for tredjepartene som særlig trekkes frem. Teorien tar hovedsakelig utgangspunkt i at enhver henvisning til aksjonæravtalen i vedtektene er en måte å utvide anvendelsesområdet til aksjonæravtalen. Det avgjørende spørsmålet må imidlertid være om den konkrete henvisningen utvider aksjonæravtalens virkeområde til å gjelde tredjemenn.

I utgangspunktet berøres ikke erververens rettsstilling der det i vedtektene fastsettes at samtykke gis i henhold til aksjonæravtalen. Da fastsetter vedtektene kun at samtykkereglene er regulert i aksjonæravtalen. Det følger klart av asl. § 4-15 (1) at samtykke kan reguleres i aksjonæravtale. En systematisk tolkning tilsier derfor at det kan henvises til aksjonæravtalens regulering av samtykke i vedtektene. En kjøpende aksjonær har ingen berettiget forventning om at kjøp kan gjøres før kontakt med selskapet har blitt etablert, og kjøper har blitt kjent med det relevante innholdet i aksjonæravtalen. Aksjonæravtalen gis da ikke gjennom vedtektene anvendelse overfor erververen eller en annen tredjemann. Følgelig gis ikke aksjonæravtalen selskapsrettslig virkning ved at det fastsettes at samtykke ikke gis før det er i henhold til aksjonæravtalen. Dette medfører imidlertid at erververen må respektere at samtykke må gis i henhold til aksjonæravtalen før overdragelse kan skje.

Motargumentet er at en henvisning i vedtektene til aksjonæravtalen er en omgåelse av «saklig grunn»-kriteriet i asl. § 4-16 (2) første punktum. Reguleringen medfører at vedtektene i prinsippet fraviker kravet om «saklig grunn», noe som nevnt i punkt 4.4.2.4 er preseptorisk for vedtekter. Argumentet taler sterkt imot at det kan foretas en henvisning til aksjonæravtalen i det konkrete tilfellet.

Ordlyden og forarbeidene taler for at det i vedtektene kan slås fast at samtykke gis der det er i henhold til aksjonæravtalen. Hensynet til aksjonæravtalens virkeområde taler ikke mot en slik regulering. Argumentet om at henvisningen til aksjonæravtalen er en måte å unngå lovens preseptoriske regler taler sterkt imot at en slik regulering kan gjøres, og må være avgjørende. Det medfører at PE-fondet overfor en erverver ikke kan vise til vedtektene at samtykke ikke er gitt i henhold til aksjonæravtalen. Følgelig må PE-fondet regulere samtykke både i vedtektene og aksjonæravtalen for å sikre seg mot at en eventuell erverver blir aksjonær uten

¹¹¹ Woxholth, 2017, s. 375–380; Andenæs, 2016, s. 66; Lovavdelingen, 1985, mangler sidetall.

at samtykke er gitt. Reguleres samtykke i vedtektene, må lovens preseptoriske begrensning følges.

4.5 Forkjøps- og tilbudsrett

4.5.1 Definisjon og fravikelighet

Reglene for forkjøpsrett og tilbudsrett følger av asl. §§ 4-19 til 4-23. Forkjøpsrett og tilbudsrett gir partene mulighet til å føre kontroll over eiersammensetningen ved at de kan holde selskapet for seg selv, kontrollere aksjeomsetningen, opprettholde eierandeler og bevare nøkkelpersonell i selskapet. Ulempen ved en forkjøps eller tilbudsrett er at den kan ha sterk salgsdempende effekt uten særskilt regulering.

Forkjøpsrett blir tradisjonelt omtalt som en «right of first refusal», og en tilbudsrett «right of first offer».¹¹² Definisjonen av forkjøpsrett er her en rett til å overta en aksje som har gått fra en aksjeeier til en annen. Tilbudsrett defineres ved at aksjonærene ved salg først skal tilby dem til PE-fondet til en fastsatt pris, om de ikke ønsker å overta aksjene, kan de selges til andre for markedspris, før erverv har skjedd.¹¹³ Dette skiller seg fra forkjøpsrett ved at det er en avtalt pris, og at man får tilbud før bindende avtale med kjøper foreligger. Ved en ren tilbudsrett er det ikke vilkår om at managementet har en potensiell aksjekjøper på hånden, og det er en fastsatt pris for aksjonærene å overta dem på.

Loven gir klare føringer for innholdet av forkjøpsrett og tilbudsrett, men gir også utstrakt rom for fravikende regulering. Etter asl. § 4-19 (1) gjelder bare asl. §§ 4-20 til 4-23 der noe annet ikke er «fastsatt i vedtektene». Ordlyden gir antydning til at reglene er deklarasjonelle og at andre regler må fastsettes i vedtektene. En kontekstuell tolkning i lys av asl. § 4-15 taler for at endringene i forkjøpsretten også kan fastsettes i aksjonæravtalen alene.¹¹⁴ De samme argumenter i relasjon til fravikelighet i aksjonæravtalen som fremgår av punkt 4.4.1 for samtykke, gjør seg også gjeldende for forkjøpsretten.

¹¹² Hammerich & Heistad, 2020, s. 410.

¹¹³ Bråthen, 2019, s. 112.

¹¹⁴ Andenæs, 2016, s. 205; Aarbakke mfl., 2012, s. 280.

4.5.2 Forkjøps- eller tilbudsrett?

PE-fondet krever normalt at det kun er de som har forkjøpsrett eller tilbudsrett. Det er avgjørende for PE-fondet at managementet ikke hindrer et forestående salg av porteføljeselskapet ved utløsning av en løsningsrettsklausul. Det medfører at PE-fondet velger det alternativet som gir de best forutsetninger for å ta riktig valg ved beslutningen om løsningsrettsklausulen skal utløses. Det innebærer også at flere av de salgsdempende effektene en forkjøpsrett eller tilbudsrett i utgangspunktet gir ikke gjelder.

Ved en tilbudsrett trengs det ikke å foreligge en potensiell kjøper, følgelig kan aksjonæren når som helst utløse tilbudsretten, og tvinge medeierne til å handle innen løsningsfristen. Ved en slik regulering må PE-fondet i utgangspunktet godta tilbudet om de ikke ønsker endringer i eiersammensetningen.¹¹⁵ Av den grunn favoriserer tilbudsretten i større grad managementet som minoritet, ettersom de praktisk talt kan presse PE-fondet til å kjøpe deres eierandeler.

I utgangspunktet er en fordel med tilbudsrett at den er mindre prisdempende enn forkjøpsretten, ettersom det er mulig å forhåndsavklare for kjøper i større grad om en slik rett kommer til å brukes. På andre siden fratrar det PE-fondet muligheten til å avvente, og ta stilling til utøvelsen av forkjøpsretten til endelig pris og kjøper er kjent. PE-fondet krever normalt at det kun er de som har forkjøpsrett eller tilbudsrett. Det medfører at den salgsdempende effekten en forkjøpsrett ellers har ikke foreligger.

PE-fondet er best tjent med en modifisert forkjøpsrett. De fordeler som tilbudsretten gir, er uten betydning når PE-fondet er den eneste som kan utløse forkjøpsretten. En modifisert forkjøpsrett medfører at det må gjøres en rekke fravikelser fra aksjelovens regulering av forkjøpsrett.

4.5.3 Behovet for fravikende regulering av forkjøpsrett

4.5.3.1 Hvem skal ha forkjøpsrett?

Utgangspunktet etter asl. § 4-19 (1) og asl. § 4-22 (1) er at alle aksjeeierne har forkjøpsrett. En slik forkjøpsrett har en klar salgsdempende effekt. Dette følger av at en kjøper sjeldent er

¹¹⁵ Eide, 2009, s. 18.

villig til å gjøre de nødvendig undersøkelser for å gjennomføre et oppkjøp av et selskap når de ikke er sikre på å få de eierandelene de ønsker. For at PE-fondet skal kunne realisere investeringen i porteføljeselskapet er det helt nødvendig at de enkelte i managementet ikke har en forkjøpsrett til PE-fondets aksjer. En forkjøpsrett for PE-fondet har imidlertid ingen negative salgseffekter for PE-fondet, og en slik differensiert forkjøpsrett gir PE-fondet økt mulighet til kontroll over aksjonærsammensetningen. Det er en klar fravikende regulering ettersom ikke alle «aksjeeierne har rett til å overta en aksje som har skiftet eier», jf. asl. § 4-19 (1), og ved at ikke «alle aksjeeiere samme prioritet i forhold til retten til å overta aksjen eller aksjene», jf. asl. § 4-22 (1).

PE-fondet kan også oppnå at forkjøpsretten kun gjelder dem ved å fastsette at preferanseaksjene har forkjøpsrett ved salg av ordinæraksjene, men ikke motsatt.¹¹⁶ En lignende ordning forekom i Rt. 1989 s. 166. Reguleringen innebærer en fravikelse fra asl. § 4-22 (2) annet punktum som fastslår at der det er «flere aksjeklasser i selskapet, har aksjeeiere i samme aksjeklasse fortrinnsrett i forhold til aksjeeiere i andre klasser.» Den samme reguleringen kan oppnås ved å fastsette at PE-fondet som aksjonær har forkjøpsrett, og at managementet som definert aksjonær ikke har det.

4.5.3.2 Kjøpesum og andel av aksjer

Spørsmålet er om PE-fondet må ha fravikende regulering i relasjon til kjøpesum, og andel aksjer de kan gjøre forkjøpsretten gjeldende for. Først vurderes det om det må gjøres unntak for kjøpesummen. Det følger av asl. § 4-23 (1) at forkjøpsrett gjøres gjeldende ved melding til selskapet, og at «innløsningssummen fastsettes etter reglene i asl. § 4-17 femte og sjette ledd», jf. asl. § 4-23 (3).

Etter asl. § 4-17 (5) fastsettes innløsningssummen etter aksjens «virkelige verdi». Ordlyden gir ikke direkte antydning til hvordan den virkelige verdien skal fastsettes. Det stemmer overens med rettspraksis som uttaler at «lovgeverer ikke har forsøkt å lovfeste noe kriterium for løsningssummens størrelse».¹¹⁷ I Rt. 2007 s. 1392 kom Høyesterett til at den virkelige verdien er «antatt omsetningsverdi».¹¹⁸ I HR-2016-1439-A vurderte Høyesterett om det er

¹¹⁶ Hammerich & Heistad, 2020, s. 410.

¹¹⁷ Rt. 2003 s. 713 (avsn. 64).

¹¹⁸ Rt. 2007 s. 1392 (avsn. 41).

aksjenes omsetningsverdi eller selskapets underliggende verdi.¹¹⁹ Høyesterett kom til at beregningsmetoden for virkelig verdi varierer ut fra den konkrete bestemmelsen som fastsetter innløsningssummen. I dommen var det innløsning etter asl. § 4-24, og formålet til minoritetsvernet tilsa at verdien skulle fastsettes etter selskapets underliggende verdier.¹²⁰

For PE-fondet er det aktuelt å fastsette at forkjøpsrettshaver har rett til å kjøpe aksjene som ønskes solgt fra managementet til samme pris som følger av «transfer notice» (se punkt 4.5.3). Dette gjør at managementet ikke har noen fortjeneste av å selge til andre enn PE-fondet, og at PE-fondet får en pris som ikke overstiger det enn annen kjøper ville kjøpt aksjene for.

Neste spørsmål er om PE-fondet har behov for å kunne gjøre gjeldende forkjøpsretten for en andel av aksjene. Utgangspunktet etter aksjeloven er at forkjøpsretten ikke kan gjøres gjeldende for «et mindre antall aksjer enn det antall retten kan gjøres gjeldende for», og ved «sammenhengende avhending av flere aksjeposter fra samme eier eller flere eiere må retten gjøres gjeldende i forhold til alle aksjene under ett.», jf. asl. § 4-21 (3). Ordlyden tilsier at PE-fondet ikke kan velge å ta kun en del av aksjene, det er alt eller ingenting. Det samme utgangspunkt fremkommer av rettspraksis.¹²¹

Aksjelovens utgangspunkt gir ikke PE-fondet anledning til å kjøpe en andel av aksjene som ønskes solgt. En regulering som gir PE-fondet valgmuligheten til å velge en andel av aksjene, gir fondet økt kontroll på eiersammensetningen. Ulempen er at den som i utgangspunktet la frem et kjøpstilbud må finne seg i å kun kjøpe en andel av aksjene, noe som utgjør en salgsdempende effekt. Den salgsdempende effekten er imidlertid minimal, ettersom det er PE-fondet som har forkjøpsretten, og velger om de skal utnytte den eller ikke.

4.5.3.3 Når forkjøpsretten utløses og tidsfrist

Utgangspunktet etter aksjeloven er at forkjøpsretten utløses etter en aksje «har skiftet eier», jf. asl. § 4-19 (1). Det samme uttrykk gir asl. § 4-21 (1) som fastsetter at forkjøpsretten utløses ved «enhver form for eierskifte», jf. asl. § 4-21 (1). I likhet med vurderingen i punkt 4.4.2.5

¹¹⁹ HR-2016-1439-A (avsn. 139).

¹²⁰ HR-2016-1439-A (avsn. 140–165).

¹²¹ Rt. 1960 s. 1007 (s. 1011).

for samtykke, kan ikke aksjonæravtalen binde en erverver. Følgelig regulerer aksjonæravtalen situasjonen før overdragelse har skjedd.

Aksjonæravtalen inneholder normalt en fravikende regulering ved at forkjøpsretten utløses når managementet sender en forespørsel om å selge eierandelene før overdragelse (transfer notice). Forespørselen fra managementet om å selge må normalt tilfredsstillende formkrav som gjør det enklere for PE-fondet å ta et valg om forkjøpsretten skal brukes eller ikke. Formkravene kan typisk være å angi hvem aksjene ønskes solgt til, hvor mange aksjer som selges, og andre materielle vilkår i kjøpekontrakten. Aksjeloven gir ingen lignende formkrav, den fastsetter kun at forkjøpsrettshaverne må varsles ved «melding», jf. asl. § 4-20.

Samtykkebegrensningen etter aksjelovens regler gjelder der forkjøpsretten utøves.¹²²

Utgangspunktet medfører at en forkjøpsrett kunne blitt forhindret av nektelse av samtykke. Problemet angår imidlertid ikke PE-fondet ettersom det er den eneste parten som kan utløse forkjøpsrett, og det er styret under kontroll av PE-fondet som har samtykkekompetansen.

Det følger av asl. § 4-23 (4) at «fristene i denne paragrafen kan ikke forlenges ved vedtektsbestemmelse». Det gjelder både fristen til å betale løsningssummen innen én måned etter kravet ble fremsatt, og fristen om at forkjøpsretten må ha vært gjort gjeldende til selskapet «senest to måneder etter at selskapet fikk melding om eierskiftet», jf. asl. § 4-23 (1) og (3).

Fristene etter loven er lange, og det følger av asl. § 4-23 (4) at fristene ikke kan «forlenges». I utgangspunktet er det ikke nødvendig for PE-fondet med en lengre frist enn to måneder til å fastslå om forkjøpsretten utnyttes eller ikke. Det samme gjelder fristen for å betale løsningssummen. PE-fondet fastsetter normalt en kortere tidsfrist, ettersom det gir en mindre salgsdempende effekt.

4.5.3.4 Vedtektene eller aksjonæravtalen?

Som nevnt i punkt 3.2.4 og 4.4.2.5 er en fordel ved vedtektsfastsatte vilkår at det kan binde fremtidige erververe av aksjer. Der forkjøpsretten først utløses når aksjen har «skiftet eier», binder aksjonæravtalen ikke den som har ervervet aksjene. Det innebærer at aksjonæravtalen

¹²² Rt. 2008 s. 298 (avsn. 33).

er uten virkning der en erverver har fått kjøpt en aksje uten at forkjøpsretten i aksjonæravtalen er fulgt. En forkjøpsrett som utløses før eierskifte, regulerer kun det interne forholdet mellom aksjonærene.

PE-fondet fastsetter derfor at forkjøpsretten i aksjonæravtalen utløses før eierskifte har skjedd.¹²³ Dette gjøres som nevnt i punkt 4.5.3.2 ved at det sendes et transfer notice fra managementet til PE-fondet. En slik forkjøpsrett demper den prisreducerende effekten en forkjøpsrett i vedtektene har.

I likhet med samtykkebegrensningen tar ikke aksjonæravtalen høyde for at en i managementet misligholder forkjøpsretten i aksjonæravtalen. Spørsmålet er om PE-fondet kan fastsette i vedtektene at forkjøpsretten etter aksjeloven ikke gjelder, og at forkjøpsrett følger av aksjonæravtalen. Løsningen beror på samme vurdering som under samtykke fastsatt i punkt 4.4.2.5.

De fravikelser fra aksjeloven PE-fondet fastsetter er ikke i strid med hva som ellers kan fastsettes i vedtektene. Følgelig utgjør ikke argumentet om at en henvisning til aksjonæravtalen er en omgåelse av preseptoriske regler for vedtektene seg gjeldende. Det samme gjelder argumentet i relasjon til å gi aksjonæravtalen selskapsrettslig virkning. Tredjemenn blir ikke direkte påvirket av at det foreligger en forkjøpsrett etter aksjonæravtalen. Konsekvensen er imidlertid at erververen må respektere at det foreligger en forkjøpsrett mellom aksjonærene. Lovavdelingens uttalelser og teorien taler generelt mot slike løsninger.¹²⁴ Den rettskildemessige vekten av kildene er lav, og den rettslige relevansen er ikke spesielt stor ettersom flere av kildene ikke vurderer spørsmålet konkret.¹²⁵

Under tvil er konklusjonen at det i vedtektene kan fastsettes at forkjøpsrett følger av aksjonæravtalen. PE-fondet kan gjøre gjeldende forkjøpsretten ovenfor erververen, og på den måten sikre seg mot tilfellet der en i managementet misligholder aksjonæravtalen og selger aksjene til en erverver. Det gjør det fordelaktig for PE-fondet å bruke en kombinasjon av vedtekter og aksjonæravtaler ved fastsettelsen av forkjøpsrett. Det har en prisdempende

¹²³ Tilsvarende ble gjort i RG 1992 s. 982 (Agder lagmannsrett).

¹²⁴ Ravlo-Losvik, 2008, s. 98; Woxholth, 2017, s. 375–380; Andenæs, 2016, s. 66; Lovavdelingen, 1985, mangler sidetall.

¹²⁵ Konkret vurdering foretatt i Ravlo-Losvik, 2008, s. 98.

effekt, bevarer hensynet til konfidensialitet, gir sammenheng i aksjonæravtalen, og sikrer at forkjøpsretten kan gjøres gjeldende overfor erverver.

4.6 Medsalgsrett og medsalgsplikt

4.6.1 Definisjon

Medsalgsrett (tag along) og medsalgsplikt (drag along) inntreer når en eller flere aksjonærer ønsker å selge aksjene i selskapet. En medsalgsrett gir de øvrige aksjonærer rett til å selge aksjene på like, eller forskjellige vilkår som den som initierte salget. Medsalgsplikten er motsatt og gjør at den som initierer salget kan kreve at øvrige aksjonærer skal selge aksjene til samme kjøper på samme eller forskjellige vilkår.

4.6.2 Medsalgsrett (tag-along)

Aksjeloven regulerer ikke medsalgsrett. Uten en særskilt regulering kan ikke aksjonærene kreve å være med på et salg. En medsalgsrett utvider rettighetene managementet ellers ville hatt etter aksjeloven.

Spørsmålet er om managementet skal ha rett til å delta i PE-fondets salg av aksjer. For managementet er det vesentlig å få PE-fondet til å akseptere at dersom PE-fondet ønsker å selge til en tredjemann, plikter de å sørge for at managementet får en tilsvarende rett til å selge aksjene.¹²⁶ I tilsvarende rett ligger det som oftest at en kan selge en prosentvis lik andel av aksjene. Det kan også avtales andre former, f.eks. at samme antall aksjer kan selges.¹²⁷

En fordel ved medsalgsretten er at det sikrer managementet en vei ut av selskapet, i tilfellet der de ikke skulle ha noen reell mulighet til å selge seg ut av selskapet.¹²⁸ Det hindrer også at managementet skulle sittede igjen med en ny og ukjent medaksjonær som kan ha majoritetskontroll. Ulempen ved medsalgsrett er at den kan ha en prisdempende effekt ved salg. Prosessen ved salg tar lenger tid, ettersom det er flere interesser som må ivaretas ved

¹²⁶ Aabø-Evensen, 2011, s. 943.

¹²⁷ Eide, 2009, s. 182.

¹²⁸ Aabø-Evensen, 2011, s. 943.

salget.¹²⁹ Ettersom PE-fondet kan ha eierandeler gjennom forskjellige selskaper, tar aksjonæravtalen normalt høyde for at PE-fondet kan selge eierandeler i disse, og på den måten endre aksjonærsammensetningen. Det er elementært for managementet at aksjonæravtalen tar høyde for at medsalgsplikten utløses ved salg fra overliggende selskaper, i tillegg til salg i porteføljeselskapet. Uten et slikt vilkår kan managementet bli sittende igjen med en annen majoritetsaksjonær, uten å ha blitt gitt muligheten til å delta på salget.

Medsalgsretten er verdiløs med mindre det i aksjonæravtalen legges til rette for at managementet kan delta i salget. Det stilles derfor ofte krav til at PE-fondet må sørge for at kjøperen gir et samlet tilbud på aksjene. Kjøper kan ha et ønske om å kjøpe alle aksjene, og da medfører ikke medsalgsretten noen ulempe for PE-fondet. I tilfellet der kjøper har fremsatt et tilbud om å kjøpe en prosentvis andel av aksjene i oppkjøpsselskapet, må imidlertid PE-fondet finne seg i å selge en mindre andel av aksjene dersom managementet utnytter medsalgsretten. Dersom kjøper ikke går med på å kjøpe både PE-fondets andel og andelen til de som utnytter medsalgsretten, må PE-fondet nedjustere sitt salg av aksjer tilsvarende det managementet ønsker å selge.

PE-fondet sender normalt et transfer notice til de øvrige aksjonærene om at det ønsker å selge, og det nærmere innholdet av salget. Etter meldingen er sendt til aksjonærene, har managementet en frist til å utløse medsalgsretten. Fristen er normalt ikke veldig lang, ettersom en lengre frist medfører mer venting for kjøper, og har en salgsdempende effekt. Mottar ikke PE-fondet en melding fra managementet om at de ønsker å ta i bruk medsalgsretten innen fristen, kan PE-fondet selge eierandelene i samsvar med innholdet i transfer notice.

Samlet sett er medsalgsretten mest fordelaktig for managementet, noe som medfører at managementet ofte stiller krav om en slik rett i aksjonæravtalen. Det er i mange aksjonæravtaler nødvendig å koordinere medsalgsretten med forkjøpsretten.¹³⁰ Managementet kan for å hindre at PE-fondets majoritetsposisjon øker, kreve at PE-fondet ikke kan utløses forkjøpsretten der managementet utløser medsalgsretten. Utløsning av forkjøpsrett i slike tilfeller er imidlertid i strid med PE-fondets ønske om å holde managementet værende som eiere i porteføljeselskapet.

¹²⁹ Langseth & Aarbakke, 2016, s. 25.

¹³⁰ Eide, 2009, s. 183.

4.6.3 Medsalgsplikt (drag-along)

PE-fondet krever normalt at det inntas en medsalgsplikt i aksjonæravtalen. Det er ingen regulering tilsvarende medsalgsplikt i aksjeloven. PE-fondet kan allikevel gjennom aksjelovens regulering samle alle aksjene i PE-fondets eie, og på den måten oppnå et samlet salg. Det første alternativet er at PE-fondet gjennom generalforsamlingen beslutter at aksjer skal være gjenstand for tvungen innløsning, jf. asl. § 5-20 (1) nr. 3. Bestemmelsen krever enstemmighet på generalforsamling, noe som er en tungvint prosess og lite sannsynlig å oppnå for PE-fondet i tilfellet der managementet ikke ønsker å selge aksjene.

Alternativ hjemmel er utløsning etter asl. § 4-25. Bestemmelsen gir majoriteten rett til å utløse minoriteten.¹³¹ Det er imidlertid en høy terskel for at selskapet får medhold i krav om utløsning, og det kreves avgjørelse fra retten, jf. asl. § 4-25 (1). Hadde PE-fondet hatt en eierandel på over 90%, kunne fondet innløse managementet etter styrets beslutning, jf. asl. § 4-26. PE-fond har sjelden en eierandel på over 90%, og forutsetningen for vurderingen er at PE-fondet har en eierandel på 75,1%. Eierforholdet tilsier at styret ikke kan tvangsinnløse managementet etter asl. § 4-26.

Alternativene som aksjeloven gir for å kunne få med de andre aksjonærene på et salg, er både tungvinte, tidkrevende, og krever ofte en rettsprosess. For PE-fondet er det derfor sentralt å innta en medsalgsplikt.

Det er nødvendig for PE-fondet med en medsalgsplikt ettersom kjøperen av porteføljeselskapet ofte krever fullt eierskap i målselskapet.¹³² På den måten bedrer medsalgsplikten utsiktene for salg, og gir anslagsvis høyere pris.¹³³ Dette gjelder spesielt der en konkurrent eller annet PE-fond er kjøper. Dette er aktører som normalt ønsker å overta 100% av selskapet, og som ikke har noe ønske om at det skal være noen andre ukjente aksjonærer i selskapet. Medsalgsplikten bedrer mulighetene for å avhende porteføljeselskapet i vesentlig grad, og er derfor et elementært krav når de investerer i porteføljeselskapet.

Hva som utløser medsalgsplikten, og innholdet av den må reguleres nærmere i aksjonæravtalen. Typisk krever PE-fondet at managementet må være med på et salg dersom PE-fondet krever det, uten noen nærmere avgrensning. Det er ikke sikkert at PE-fondet har

¹³¹ NOU 1996: 3, punkt 13.3.2, s. 126.

¹³² Krüger Andersen, 2012, s. 82.

¹³³ Langseth & Aarbakke, 2016, s. 25.

fått tilbud på hele selskapet, men likevel ønsker at managementet skal være med på salget. Dette er fordelaktig ettersom PE-fondet kan sørge for at den samme aksjonærsammensetningen holdes i selskapet.

Managementet ønsker å kunne selge på tilsvarende vilkår som PE-fondet. Det tilsier at managementet får selge til samme pris, og med alle de betingelser som ellers er fastsatt av kjøper. PE-fondet krever normalt at det settes en kort frist for managementet til å utføre de nødvendige handlingene for salg. En lengre frist vanskeliggjør et salg, og har en prisdempende effekt. Hvilke handlinger som skal utføres, beror på vilkårene fastsatt i vedtektene og aksjonæravtalen. Det kan være regulert at et samlet salg av selskapet beror på en avstemning i generalforsamling. Da fastsetter aksjonæravtalen normalt at managementet må stemme for et samlet salg i tilfellet at PE-fondet utløser medsalgsplikten.

En ulempe ved medsalgsplikt er at den kan være særlig belastende for de i managementet som startet porteføljeselskapet, og har en nær tilknytting til selskapet. De kan føle seg tvunget til å selge på det de anser som «galt tidspunkt». Managementet kan potensielt hevde at hele aksjonæravtalen, eller vilkåret om medsalgsplikt, er urimelig og må settes til side etter avtl. § 36. Det skal imidlertid mye til i tilfellet der PE-fondet kan bevise at medsalgsplikten er forstått ved avtaleinngåelse. Medsalgsplikt kan også være fordelaktig for managementet, ettersom den muliggjør et salg uten at maktforholdet mellom eksisterende aksjonærer forskyves.

4.7 Leaver-klausul

4.7.1 Aksjelovens utgangspunkt

I stor grad har PE-fond i aksjonæravtalen med managementet sørget for å innta en leaver-klausul. En leaver-klausul kan både være et vilkår som fastsetter hvordan summen ved salg av eierandeler skal fastsettes, og et vilkår om at aksjonæren ikke har rett til å eie aksjer i selskapet. En leaver-klausul kan ikke direkte sammenlignes med innløsning, ettersom innløsning foreligger der vedkommende selv ønsker at selskapet skal overta aksjene.¹³⁴

¹³⁴ Woxholth, 2017, s. 360.

Leaver-klausuler er en form for tvungen utløsning, hvor klausulen både regulerer når vedkommende ikke har rett til å være aksjonær, og hva utløsningssummen skal være.

Det er ingen regler i aksjeloven som regulerer når en har lov til å være aksjonær. Det følger imidlertid av asl. § 4-18 at det kan stilles krav til «egenskaper» for aksjeeierne i vedtektene. Det er klart at en lignende løsning kan gjøres i aksjonæravtalen.

Aksjeloven har forskjellige beregningsmetoder ut fra hvordan innløsning har skjedd. Ved innløsning etter asl. §§ 4-17, 4-18, 4-23, 4-24 og 4-25 skal innløsningssummen fastsettes etter «aksjens virkelige verdi» (se punkt 4.5.3.2). Det samme utgangspunktet gjelder for tvangsinnløsning etter asl. § 4-26 selv om det ikke følger direkte av ordlyden.¹³⁵ Asl. § 16-19 skiller seg fra de øvrige bestemmelsene ved at innløsningssummen skal fastsettes «under hensyn til selskapets økonomiske stilling og muligheter».

Det følger av asl. § 12-7 at det i «selskapets vedtekter kan (...) gis bestemmelser om innløsning av aksjer ved nedsetting av aksjekapitalen. Både selskapet og aksjeeieren kan gis rett til å kreve innløsning», jf. asl. § 12-7 (1). Videre fremkommer det at «har selskapet plikt til å etterkomme krav om innløsning fra en aksjeeier, kan kapitalnedsettingen og nødvendige vedtektsendringer gjennomføres av styret, med mindre annet er fastsatt i vedtektene», jf. asl. § 12-7 (3).

Ordlyden i asl. § 12-7 tilsier at det i vedtektene kan fastsettes bestemmelser som gir selskapet en plikt til å innløse en aksjonær. En slik regulering i vedtektene oppnår flere av de samme formål som en leaver-klausul i aksjonæravtalen. En identisk regulering kan klart ikke gjøres i aksjonæravtalen, ettersom det pålegger styret eller et annet organ å handle i samsvar med en bestemmelse. Det er i strid med utgangspunktet om at aksjonæravtaler ikke har selskapsrettslig virkning. En av hovedgrunnene til at leaver-klausuler fastsettes i aksjonæravtale, er at de ofte har en sammenheng med de øvrige bestemmelsene i aksjonæravtalen, og at aksjonæravtalen kan fastslås til å gjelde mellom PE-fondet og managementet eksplisitt. Herunder at det kun er managementet som kan bli definert som «leaver». Det er verken normalt eller hensiktsmessig å vise til en gruppe aksjonærer i vedtektene. Dette fordi vedtektene gjelder for enhver ny erverver, jf. asl. § 4-13 (3), er offentlige, jf. asl. § 2-1 (1), og det er flere formelle krav til endring, jf. asl. § 5-18.

¹³⁵ Rt. 2003 s. 713 (avsn. 74).

Samlet sett er ikke aksjelovens regulering av innløsning tilstrekkelig for PE-fondet ved oppkjøp av et porteføljeselskap. Det er derfor behov for å fastsette leaver-klausuler som regulerer når en i managementet ikke lenger har rett til å eie aksjer, og til hvilken pris PE-fondet kan kjøpe aksjene.

4.7.2 Behovet for leaver-klausuler

PE-fondet er interessert i og stiller som oftest krav om at managementet blir værende som ansatte i hele investeringsperioden.¹³⁶ Managementet er gjennom MIP gitt en mulighet til å få signifikant profitt ved exit, men PE-fondet er kun interessert i å dele profitten med de som blir værende i selskapet og genererer verdi i hele investeringsperioden.¹³⁷ Av den grunn er leaver-klausuler noe PE-fond fastsetter i aksjonæravtalen.¹³⁸

Det typiske er at en person i managementet blir definert som «leaver» om den ikke er ansatt lenger. En «leaver» har ikke rett til å eie aksjer i selskapet. Det er følgelig et vilkår for managementet at de må være ansatte for å eie aksjer. I tillegg til å bli definert som «leaver», er det normalt å ha klausuler om «good- og bad leaver». Klausulene gjør at prisen aksjene kan selges for avhenger av hvorfor de ikke lenger er ansatte i selskapet. Normalt får en «good leaver» markedspris for aksjene, mens en «bad leaver» får vesentlig mindre.¹³⁹

En «good leaver» er en ansatt som blir sagt opp på grunn av forhold på selskapets side, typisk reorganisering eller minimering av kostnader. En «good leaver» er også en som ikke er ansatt lenger på grunn av personlige forhold en ikke kan noe for, herunder at personen dør, blir ufør, eller når pensjonsalder. PE-fondet ønsker gjerne en snever definisjon av «good leaver», slik at det kun gis «ekstra» der det fremstår nødvendig. En «bad leaver» er en ansatt som sier opp, eller blir oppsagt, grunnet forhold på den ansattes side. Normalt overtar PE-fondet aksjene fra en «bad-leaver» til det laveste av kostpris og markedspris.

¹³⁶ Hammerich & Jøtun, 2016, s. 41.

¹³⁷ Krüger Andersen, 2015, s. 180.

¹³⁸ Torpp, Foyen, & Bondeson, 2012, s. 76.

¹³⁹ BVCA, 2004, s. 14.

4.8 Permitted transfers

Utgangspunktet er at managementet ikke har rett til å selge aksjene som følge av klausulen om lock-up. Unntak følger av vilkårene for samtykke, medsalgsrett eller medsalgsplikt. Et ytterligere unntak som normalt fastsettes i tilknytning til hver enkelt omsetningsbegrensning er «permitted transfers», herunder forhåndsgodkjente overføringer aksjonærene kan gjøre under lock-up perioden.

I aksjonæravtalen tas det normalt høyde for at både investorene, PE-fondet og de enkelte i managementet kan ha eierskap gjennom investeringsselskaper, se punkt 2.3.3. En overføring mellom den enkelte i managementet og investeringsselskapet har ingen påvirkning på aksjonærsammensetningen, og medfører ikke at en ny aksjonær kommer inn i selskapet som eier. Det er verken nødvendig, eller i tråd med MIP at f.eks. forkjøpsretten utløses der managementet gjør overføringer til sitt eget investeringsselskap.¹⁴⁰ Det samme gjelder kravet om å innhente samtykke fra PE-fondet.

Overføringer mellom PE-fondet og managementet er tradisjonelt også en «permitted transfer», ettersom PE-fondet selv avgjør om transaksjonen skal skje. Unntak gjøres også for overføringer mellom investorene, som kan ha økonomiske eller skattemessige grunner til å overføre eiendeler mellom hverandre.

PE-fondet kan være strukturert med flere underliggende selskaper som eier ulike andeler. Overføringer innad i selskapsstrukturen er normalt også permitted transfers. Det er unødvendig å måtte innhente samtykke, eller at forkjøpsretten utløses ved en transaksjon innad i PE-fondet.

Ofte er transaksjoner i relasjon til exit også definert som en permitted transfer. PE-fondet kan ha behov for å reorganisere hvor eierandelene ligger før et salg kan skje til en kjøper. Det gjelder også transaksjoner i relasjon til at en i managementet blir definert som en «leaver». Det er her PE-fondet som overtar aksjene, og følgelig unødvendig med samtykke eller forkjøpsrett.

For alle permitted transfers kan normalt ikke medsalgsretten og medsalgsplikten utløses. Det er helt nødvendig for at transaksjonene skal ha sin relevante funksjon. F.eks. er det uheldig

¹⁴⁰ Krüger Andersen, 2015, s. 156.

om managementet kan bruke medsalgsretten der PE-fondet gjør en transaksjon innad i selskapsstrukturen. Det hadde i så fall medført at managementet i realiteten kunne solgt eierandelene på grunn av strategiske skattemessige eller økonomiske overføringer mellom PE-fondets underliggende selskaper.

4.9 Vilkår om tiltredelse av aksjonæravtale

Den tidligere vurderingen har vist at en aksjonæravtale fritt kan regulere at aksjonærene kun kan overdra aksjene til en som aksepterer aksjonæravtalen. Dette kan f.eks. oppnås ved at det kun gis samtykke til overdragelse der erververen tiltrer aksjonæravtalen. Problemet oppstår der aksjonærene misligholder aksjonæravtalen. Den tidligere vurderingen har vist at en potensiell løsning er å vise til i vedtektene at forkjøpsrett følger av aksjonæravtalen. Se punkt 4.5.3.4. I vurderingen konkluderes det med at forkjøpsretten i aksjonæravtalen kan gjøres gjeldende overfor erververen ved en henvisning i vedtektene. Denne løsningen er imidlertid usikker. Vurderingen videre tar utgangspunkt i en alternativ løsning for PE-fondet til å binde en erverver.

Spørsmålet er om det i vedtektene kan fastsettes som vilkår at en erverver må tiltre aksjonæravtalen. Svaret beror på en tolkning av asl. §§ 4-16, eller 4-18. Styret kan nekte samtykke dersom det foreligger saklig grunn, og det kan «fastsette nærmere vilkår for å nekte samtykke», jf. asl. § 4-16 (2) første og andre punktum. Av asl. § 4-18 (1) følger det at der det er «fastsatt i vedtektene at aksjeerverver eller aksjeeier skal ha visse egenskaper, skal styret nekte aksjeerverver som ikke tilfredsstillter kravene, innført i aksjeeierboken.», jf. asl. § 4-18 (1). Forskjellen mellom bestemmelsene er at en vedtektsbestemmelse som regulerer vilkår for å erverve eller eie en aksje, omfattes av asl. § 4-18, mens en vedtektsbestemmelse som regulerer vilkår for å nekte samtykke til erverv omfattes av § 4-16.

Ordlyden i asl. § 4-18 (1) gir uttrykk for virkningen av at aksjeerverver ikke har egenskapene som kreves, og at det i vedtektene kan stilles spesifikke krav til eierskap. Slike vedtektsbestemmelser omtales som personklausuler.¹⁴¹ Spørsmålet er om en av de «egenskaper» det kan stilles krav om er at aksjonærene må være part i aksjonæravtalen.¹⁴² En

¹⁴¹ Bråthen, 1996, s. 38.

¹⁴² Woxholth, 2017, s. 393.

alminnelig språklig forståelse av «egenskap» tilsier at det kan fastsettes at aksjonæren må ha en spesifikk evne, eller forutsetning, herunder personlige egenskaper. Uttalelser fra Lovavdelingen i 1989 taler imidlertid for at det også kan være egenskaper som aksjeeieren må oppfylle i ettertiden.¹⁴³ Å være ansatt er en egenskap etter ordlyden. Det er alminnelig akseptert at det f.eks. kan stilles krav om å tiltre en arbeidsavtale, herunder at personens egenskap er å være ansatt.¹⁴⁴

Ordlyden i asl. § 4-16 (2) siste punktum gir ingen særlig begrensning på hva slags type vilkår som kan fastsettes. At det ikke foreligger noen særlig begrensning på innholdet underbygges av forarbeidene.¹⁴⁵ Det følger av rettspraksis at vurderingen av hva som kan inntas i vedtektene som vilkår for «saklig grunn», beror på om det «kan anses urimelig ut fra selskapets formål og egenart».¹⁴⁶ Avgjørelsen taler i noen grad for at en aksjonæravtale, som er elementær for selskapets drift og virksomhet, kan vises til i vedtektene som vilkår for erverv.

Både asl. § 4-18 (1) og asl. § 4-16 (2) gir etter ordlyden frihet til å fastsette et bredt spekter av vilkår i vedtektene. Om det foreligger en adgang til å fastsette vilkår om tiltredelse av aksjonæravtale i vedtektene, beror i stor grad på øvrige rettskilder og reelle hensyn. Den følgende vurderingen tar derfor utgangspunkt i asl. § 4-18 (1) og asl. § 4-16 (2) sett samlet.

Lovavdelingen uttalte i 1985 at de stilte seg negative til at et vilkår for erverv kunne være tiltredelse av aksjonæravtale:

«Aksjonæravtalens karakter av en privatrettslig avtale mellom aksjeeierne, må føre til at man ikke i selskapets vedtekter kan gripe inn i prinsippet i aksjeloven § 3-2 første punktum om aksjenes frie omsettelighet, ved å gjøre det til et ervervsvilkår at erververen i forhold til bestemmelser i aksjeloven § 3-2 jf. §§ 3-3 og 3-4 må en vedtektsbestemmelse av den type det her er spørsmål om: som pålegger styret å nekte godkjenning av aksjeerverv hvor erververen ikke ønsker å gi sin tilslutning til aksjonæravtalen, vurderes på samme måte.»¹⁴⁷

¹⁴³ Lovavdelingen, 1989, gjengitt av Bråthen, 1996, s. 236.

¹⁴⁴ Lovavdelingen, 1988, gjengitt av Bråthen, 1996, s. 288.

¹⁴⁵ NOU 1996: 3 (s. 118).

¹⁴⁶ Rt. 1999 s. 1682.

¹⁴⁷ Lovavdelingen, 1985, gjengitt av Jannik Woxholth, 2017, s. 397.

Uttalelsen har sammenheng med Lovavdelingens skeptisisme til å gi aksjonæravtalen selskapsrettslig virkning ved en henvisning i vedtektene.¹⁴⁸ Uttalelsen er fra før endringen av aksjeloven, som ga en klar endring i relasjon til omsetningsbegrensninger og lovens deklarasjonsregler.¹⁴⁹ Det er klare holdepunkter for å ikke legge like stor vekt på Lovavdelingens uttalelse i dag.¹⁵⁰

Teorien er ikke samstemt vedrørende spørsmålet.¹⁵¹ Det er hensynet til at aksjonæravtalen ikke kan gis selskapsrettslig virkning ved henvisning til vedtektene som er særlig trukket frem.¹⁵² Som nevnt i punkt 4.4.2.5 gir ikke en henvisning til aksjonæravtalen i vedtektene nødvendigvis aksjonæravtalen større virkeområde. Om en henvisning til aksjonæravtalen i vedtektene gir den større virkeområde enn ellers må vurderes konkret.

Aksjonæravtalen binder aldri en tredjemann der vedtektene fastsetter at aksjonæravtale må tiltres for å kunne erverve aksjer. Følgelig får aksjonæravtalen ikke noe større anvendelsesområde ved en slik henvisning i vedtektene. Det er vedtektene som setter vilkåret for at aksjonæravtalen må tiltres, ikke aksjonæravtalen som tredjemann kan velge å akseptere eller ikke. Konsekvens av et slikt vilkår i vedtektene skiller seg fra andre vilkår som gir tredjemannsvirkninger, hvor de direkte endrer rettsstillingen tredjemann. Alternativet er som nevnt i punkt 4.5.3.4, at PE-fondet gjennom å utløse forkjøpsretten i aksjonæravtalen kan nekte en erverver å være aksjonær i selskapet. Konsekvensen er i realiteten mindre forutberegnelighet for tredjemannen, som ikke gjennom vedtektene kunne se at han kun trengte å akseptere aksjonæravtalen.

Aksjonæravtalen regulerer rettigheter og plikter for aksjonærene i like stor grad som en arbeidsavtale regulerer rettighetene og pliktene mellom arbeidstaker og arbeidsgiver. Forskjellen ligger i at det i vedtektene kan vises til at aksjonæren må være «ansatt», istedenfor å vise direkte til «avtalen» i vedtektene. I prinsippet er en henvisning til å være «ansatt», det samme som at det er inngått en arbeidsavtale mellom partene. Det har da formodningen mot seg at aksjonæravtaler ikke aksepteres, ettersom de skal vurderes, og anvendes likt som enhver annen avtale.¹⁵³

¹⁴⁸ Woxholth, 2017, s. 397.

¹⁴⁹ NOU 1996: 3 s. 118.

¹⁵⁰ Ravlo-Losvik, 2008, s. 98.

¹⁵¹ Ravlo-Losvik, 2008, s. 98; Woxholth, 2017, s. 400; Andenæs, 2016, s. 65; Bråthen, 1996, s. 245.

¹⁵² Woxholth, 2017, s. 400.

¹⁵³ Woxholth, 2017, s. 25.

Ut fra rettskildebildet er rettstilstanden usikker. Teorien er skeptisk til å akseptere henvisning til aksjonærvtalen i vedtektene generelt. Spørsmålet om det kan vises til aksjonærvtalen i vedtektene må ut fra vurderingen nyanseres ut fra hvilken virkning det gir aksjonærvtalen. I de tilfellene der en henvisning i vedtektene ikke gir aksjonærvtalen selskapsrettslig virkning, eller er konstruert for å omgå en preseptorisk begrensning, bør en slik regulering være innenfor vedtektsfriheten. Den samlede utviklingen i lovgivningen og forarbeidene taler for at spørsmålet ikke skal vurderes generelt, men må vurderes konkret for hver enkelt henvisning til aksjonærvtalen i vedtektene.¹⁵⁴ Vurderinger viser at aksjonærvtalen ikke gis selskapsrettslig virkning ved å fastsette som vilkår i vedtektene for erverv at aksjonærvtalen må tiltres. Konklusjonen er at det gyldig i vedtektene kan fastsettes som vilkår for erverv at aksjonæren må tiltre aksjonærvtalen.

¹⁵⁴ NOU 1992: 29 (s. 95).

5. Avslutning

Et av PE-fondenes overordnede mål er økonomisk gevinst for investorene og selskapet bak PE-fondet. Dette oppnås ved å øke verdien av porteføljeselskapene, for deretter å selge selskapet med gevinst. For at PE-fondet skal kunne øke verdien av porteføljeselskapet, er det avhengige av å kunne sette sammen et management med ulike kvaliteter. Managementet må ha et insentiv for økonomisk vekst, og de må være bundet til å drive selskapet fremover. Dette gjøres ved å kreve at managementet reinvesterer i oppkjøpsselskapet. PE-fondet må gjennom aksjonæravtalen håndtere en aksjonærsammensetning som kan ha ulike interesser knyttet til salg av aksjer.

Aksjelovens regulering av omsetningsbegrensninger gir ikke PE-fondet tilstrekkelig trygghet og forutberegnelighet i investeringsperioden. Reguleringen i aksjeloven gjør også muligheten for et samlet salg av eierandelene i porteføljeselskapet vesentlig mer komplisert.

Managementet kan etter aksjelovens regler vesentlig friere selge aksjene, utnytte forkjøpsrett, og stemme imot PE-fondets interesser. Når PE-fondet regulerer omsetningsbegrensningene i aksjonæravtalen, sikrer det at managementet blir værende, og at de ikke kan bruke rettigheter som følger av aksjeloven til å gå imot PE-fondets interesser.

Aksjonæravtalen som virkemiddel til å fastsette omsetningsbegrensninger er effektivt og trygt om de relevante rettslige vurderingene tas i forkant. Vedtektene er en alternativ reguleringsmåte som er egnet til å oppnå flere av de samme fordeler. Både vedtekter og aksjonæravtaler har imidlertid begrensninger knyttet til ulike rettslige egenskaper. PE-fondet kan ved å fastsette omsetningsbegrensninger i aksjonæravtalen sikre seg mot de fleste situasjoner, men aksjonæravtalens begrensninger gjør det nødvendig med reguleringer i vedtektene.

6. Litteraturliste

6.1 Bøker og artikler

- Aabø-Evensen, O. (2011). *Om oppkjøp av selskaper og virksomheter*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Aarbakke, A., & Langseth, E. (2016, 2. februar). Hvordan bør en aksjonæravtale utformes? *Intern presentasjon om aksjonæravtaler*. Oslo: Advokatfirmaet BAHR AS.
- Aarbakke, M., Aarbakke, A., Knudsen, G., Ofstad, T., & Skåre, J. (2012). *Aksjeloven og allmennaksjeloven kommentarutgave*. Oslo: universitetsforlaget.
- Andenæs, M. (2016). *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*. Oslo: Calax AS.
- Andersen, M. (2019, 6. august). *DNB nyheter: Dette trenger du å vite om holdingselskap*. Hentet fra <https://www.dnb.no/dnbnyheter/no/grunder/dette-trenger-du-a-vite-om-holdingselskap>.
- Argentum. (2021, september). *MarkedsblikkH12021*. Hentet fra Info.argentum.no: <https://info.argentum.no/MarkedsblikkH12021/2/sec/1>.
- Blaauw, H. (2019). *M&A, En praktisk innføring*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Brønnøysundsregistrene. (2021, 14. juni). *Aksjeselskap: Registrere et aksjeselskap*. Hentet fra Brønnøysundsregistrene: <https://www.brreg.no/aksjeselskap/registrere-et-aksjeselskap/>
- Bråthen, T. (1996). *Personklausuler i aksjeselskaper*. Oslo: Ad Notam Gyldendal.
- Bråthen, T. (2019). *Selskapsrett*. Oslo: Gyldendal.
- BVCA. (2004). *A Guide to Venture Capital Term Sheets*.
- BVCA. (2010). *A Guide to Private Equity. Private Equity Explained*.
- Eide, B. (2009). *Forkjøps- og tilbudsrett til aksjer*. Oslo: Gyldendal.
- Eriksen Gjein, E. (2020). *Aksjeklasser*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Finanstilsynet. (2019, 4. februar). *Finanstilsynet: Tema. Alternative investeringsfond*. Hentet fra Fintech-regelverk og konsesjon:

- <https://www.finanstilsynet.no/tema/fintech/fintech-regelverk-og-konsesjon/alternative-investeringsfond-aif/>.
- Giertsen, J. (2014). *Avtaler*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Hammerich, P., & Heistad, M. (2020, mars). Norway. *The Private Equity Review*.
- Hammerich, P., & Jøtun, C. (2016). Aktive eiere i private equity-bransjen. *Revisjon og regnskap*.
- Hammerich, P., & Uggedal, J. (2020, 27. mai). Fundraising: Fundraising for private equity fond. *Presentasjon*. Oslo: Advokatfirmaet BAHR AS.
- Hammerich, P., & Uggedal, J. (2020, 6. juli). Limited liability for investors in private equity funds. Oslo: Advokatfirmaet BAHR AS.
- Hammerich, P., Jøtun, C., & Uggedal, J. (2020, 6. juli). *Bahr.no: newsletter*. Hentet fra <https://bahr.no/newsletter/kapitalforvaltning-investorenes-begrensede-ansvar-ved-investering-i-private-equity-fond>.
- Institutional Limited Partners Association. (2021). *Who we are: Ilpa*. Hentet fra <https://ilpa.org/about/>.
- Invest Europe. (2018, April). *Professional Standards Handbook*. Hentet fra Investeurope: <https://www.investeurope.eu/industry-standards/professional-standards/>.
- Invest Europe. (2021). *About us: The voice of private capital*. Hentet fra Invest Europe: <https://www.investeurope.eu/about-us/>.
- Johnsen, P., & Grimsby, G. (2021). *Verdiskapningsanalyse for de aktive eierskapsfondene i Norge*. Oslo: Menon Economics for NVCA.
- Jøtun, C., & Hammerich, P. (2020, 1. januar). A-Å Om skatt for Private Equity. *Versjon 4*. Oslo: Advokatfirmaet BAHR AS.
- Krüger Andersen, T. (2012, januar). Private Equity exits. *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, s. 78–107.
- Krüger Andersen, T. (2015). *Private Equity*. København: DJØF Publ.
- Langseth, E. (2012, februar). Rettsvern til omsetningsretter i aksjer. *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, s. 1–17.
- Lowzow, H., Reed, B., & Steinberg, G. (1993). *Aksjonæravtaler*. Oslo: Gyldendal AS.
- Norsk Venturekapitalforening. (2021). *prosjekter. bærekraft*. Hentet fra nvca.no/prosjekter/baerekraft/.
- Northzone. (2021). *Portfolio*. Hentet fra Northzone: <https://northzone.com/portfolio/>.

- Olderskog Albertsen, M., Forsberg, P., & Grimsby, G. (2021). *Private Equity Funds in Norway, Activity report 2020*. Oslo: Menon-report No.
- Ravlo-Losvik, L. (2008, februar). Omsetningsreguleringer i aksjeselskaper. *Tidsskrift for forretningsjus*.
- Sharp, G. (2007, september). The fundamentals of private equity and venture capital. *PEI books*.
- Skåre, J. (1997, 1. februar). Søksmål om anfektelse av generalforsamlingsbeslutning. *Tidsskrift for rettsvitenskap*.
- Snow, D. (2007). Private Equity: A brief overview. *PEImedia*.
- Torpp, B., Foyn, S., & Bondeson, H. (2012, februar). Venture Capital-investeringer: En oversikt over enkelte rettslige problemstillinger og praktiske utfordringer knyttet til krav som investorer ofte stiller overfor minoritetsaksjonærer. *Tidsskrift for forretningsjus*.
- Truyen, F. (2004, mai). Myndighetsmisbruk i aksje og almennaksjeselskaper. *Jussens Venner*.
- Truyen, F. (2005). *Aksjonærenes myndighetsmisbruk*. Oslo: Cappelen akademiske forlag.
- Worsøe, A. (2006, februar). En generell introduksjon til Venture Capital og Private Equity: "forretningsmodellen, investeringsalternativene og aktørene". *Praktisk økonomi & finans*.
- Woxholth, J. (2017). *Aksjonæravtaler*. Oslo: Gyldendal.

6.2 Lover og direktiv

- 1902 Lov 31. mai 1918 om avslutning av avtaler, om fuldmagt og om ugyldige viljeserklæringer (avtaleloven/avtl.).

1976	Lov 04. Juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper (Loven opphevet av lov 13 Juni 1997 nr. 44).
1985	Lov 21. Juni 1985 nr. 83 om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper (Selskapsloven).
1997	Lov 13. Juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (Aksjeloven/Asl.).
1997	Lov 13. Juni 1997 nr. 75 om allmennaksjeselskaper (Allmennaksjeloven/Asal.).
Direktiv 2011/61/EU	Europaparlaments- og rådsdirektiv 2011/61/EU av 8. juni 2011 om forvaltere av alternative investeringsfond og om endring av direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF og forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010 [AIFM-direktivet].
2014	Lov 20. Juni 2014 nr. 28 om alternative investeringsfond (AIF-loven).

6.3 Forarbeider

NUT 1970: 1	Innstilling til lov om aksjeselskaper 1976.
Ot.prp. nr. 19 (1974-1975)	Om lov om aksjeselskaper 1976.
NOU 1992: 29	Lov om aksjeselskaper 1997.
Ot.prp. nr. 36 (1993-1994)	Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) 1997.
NOU 1996: 3	Ny aksjelovgivning 1997.

Innst. O. nr. 80 (1996-1997)	Innstilling fra justiskomiteen om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven), og om endringar i anna lovgjeving som følgje av ny aksjelovgjeving m.m.
Prop. 77 L (2013-2014)	Lov om forvaltning av alternative investeringsfond.

6.4 Rettspraksis

6.4.1 Høyesterettspraksis

Rt. 1960 s. 1007.

Rt. 1961 s. 699.

Rt. 1985 s. 166.

Rt. 1989 s. 166.

Rt. 1994 s. 471

Rt. 1995 s. 27.

Rt. 1997 s. 596.

Rt. 1999 s. 1682.

Rt. 2003 s. 713.

Rt. 2007 s. 1392.

Rt. 2008 s. 298.

Rt. 2013 s. 241.

HR-2016-1439-A.

6.4.2 Underrettspraksis

RG. 1992 s. 982 (Agder lagmannsrett).

6.5 Høringsnotater- og uttalelser

Lovavdelingen. *Tolkningsuttalelse*. 01.09.1985. Jnr. 2925/85.

Lovavdelingen. *Brev*. 13.01.1989. Ref. 3812/88 E TO/GK/bj.

Lovavdelingen. *Tolkningsuttalelse*. 02.03.1988. Ref. 3000/87 E GK/HiB/th.