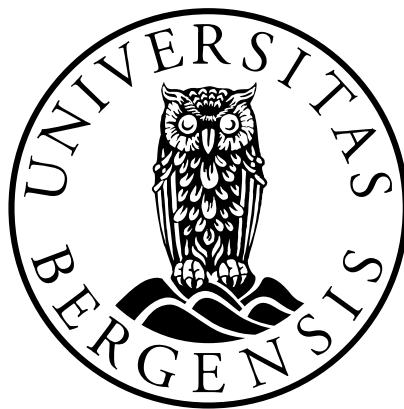


# Adgangen til å forplikte investorer i aktive eierfond organisert som aksjeselskap til å foreta kapitalinnskudd i fondet

Kandidatnummer: 61

Antall ord: 14 961



JUS399 Masteroppgave  
Det juridiske fakultet

**UNIVERSITETET I BERGEN**

10.05.2022

# Innholdsfortegnelse

1.	Innledning .....	4
1.1	Tema og problemstilling .....	4
1.2	Problemstillingens aktualitet.....	4
1.3	Videre fremstilling .....	5
2.	«Aktive eierfond» og «private equity».....	6
2.1	Begrepet «aktive eierfond» og behovet for forutberegnelighet rundt egenkapitalforholdene i fondet .....	6
2.2	Rettslig regulering av aktive eierfond .....	8
2.3	Organisering av aktive eierfond og forutsetninger i oppgaven.....	8
3.	Aksjeloven som nasjonal selskapsrett.....	11
3.1	Aksjeloven som rammeverk i fondet – reglene om kapitalforhøyelser .....	11
3.2	Aksjeloven som mulig grunnlag for investorenes innskuddsforpliktelse .....	12
4.	Aksjonæravtaler som fondsavtaleverk .....	14
4.1	Definisjon av «aksjonæravtale» og avtalens funksjon i aksjeselskapene .....	14
4.2	Gyldighet og virkning – forholdet mellom avtalen og aksjeselskapsretten .....	15
4.3	Aksjelovens fravikelighet – noen metodiske utgangspunkter.....	16
4.4	Selskapsrettslig virkning og gjennomføring av aksjonæravtalen i selskapet .....	17
5.	Adgangen til å forplikte investorene til å foreta kapitalinnskudd .....	19
5.1	Problemstillingen og veien videre .....	19
5.2	Adgangen for investorene til å forplikte seg til å bidra til selskapets beslutninger om kapitalforhøyelser.....	19
5.2.1	Problemstillingen .....	19
5.2.2	Selskapets og selskapsorganene som pliktsubjekt – organbinding .....	20
5.2.3	Binding av aktørene i selskapsorganene – fullmakter og stemmerettsforpliktelser .....	22
5.3	Adgangen for investorene til å forplikte seg overfor fondet til å tegne aksjer ved kapitalforhøyelser.....	25
5.4	Adgangen for investorene til å forplikte seg overfor forvalteren og øvrige investorer til å tegne aksjer ved kapitalforhøyelser.....	28
5.4.1	Problemstillingen .....	28
5.4.2	Forpliktelse til å tegne aksjer ved en konkret forestående kapitalforhøyelse ( <i>ex-post</i> ).....	29
5.4.3	Forpliktelse til å tegne aksjer for et ubestemt antall fremtidige kapitalforhøyelser ( <i>ex-ante</i> ) .....	29
5.5	Konklusjon .....	38
6.	Mislighold av en avtalefestet forpliktelse til å skyte inn kapital i fondet.....	39
6.1	Problemstillingen .....	39
6.2	Misligholdsbeføyelser med grunnlag i bakgrunnsretten (obligasjonsrettslige regler) ..	40
6.2.1	Naturaloppfyllelse .....	40
6.2.2	Erstatning .....	43

	6.2.3Heving .....	44
6.3	Misligholdsbeføyelser med grunnlag i fondsavtaleverket.....	44
	6.3.1Behov for avtaleregulerte misligholdsbeføyelser .....	44
	6.3.2Konvensjonalbot.....	45
	6.3.3Innløsnings- eller avhendelsesrett .....	45
	6.3.4Begrensninger i adgangen til å avtaleregulere misligholdsbeføyelser – avtl. § 36	46
7.	Litteraturliste .....	48
7.1	Juridisk litteratur: Bøker og artikler .....	48
7.2	Lover .....	51
7.3	Forarbeider .....	51
7.4	Rettspraksis .....	52
	7.4.1Norsk rettspraksis.....	52
	7.4.2Svensk rettspraksis .....	52

# 1. Innledning

## 1.1 Tema og problemstilling

Aktive eierfond er kollektive investeringsstrukturer som hovedsakelig investerer kapital i unoterte selskaper. To av de viktigste aktørene i et aktivt eierfond er (1) initiativtakerne og (2) investorene i fondet. For initiativtakerne er det aktive eierfondet en forretningsidé og en gründervirksomhet. Forretningsmodellen går i grove trekk ut på å finne investorer som forplikter seg til å bidra med kapital til fondet (en «kommittering»). Kapitalen skal forvaltes gjennom oppkjøp av selskaper etter en på forhånd fastsatt investeringsstrategi. I løpet av fondets levetid utøves innflytelse i porteføljeselskapene ved et aktivt eierskap. Målsettingen er å utvikle selskapene slik at disse kan avhendes og investeringen realiseres, forhåpentligvis med positiv avkastning. For investorene er de aktive eierfondene en form for passiv plassering av kapital til aktiv forvaltning med relativt høyt potensiale for avkastning.

Egenkapitalbasen i fondet er hovedforutsetningen for fondsvirksomheten. Forutberegnelighet ved reguleringen av kapitalforholdene i fondet, særlig investorenes plikt til å skyte inn kapital, er derfor helt grunnleggende. I oppgaven vil jeg analysere hvilken adgang det etter gjeldende norsk rett er til å forplikte investorene til å foreta slike kapitalinnskudd dersom fondet er organisert som et aksjeselskap.

## 1.2 Problemstillingens aktualitet

Problemstillingen er en alminnelig aksjeselskapsrettslig problemstilling som i prinsippet kan oppstå i ethvert aksjeselskap. Problemstillingen er særlig aktuell for aktive eierfond ettersom forretningsmodellen betinger at det oppstilles innskuddsforpliktelse for investorene utover den initielle aksjetegningen.

Bransjen med aktive eierfond i Norge har vært i vekst over flere år, og aktive eierfond etableres til stadighet som norske aksjeselskaper.<sup>1</sup> Likevel er aksjeselskapsformen ikke den tradisjonelle selskapsformen for aktive eierfond. Dette gir et behov for avklaring av aktørenes rettsstilling i slike situasjoner. En rettslig avklaring vil tilrettelegge for at initiativtakere også i fremtiden er villige til å påta seg risikoen ved å etablere aktive eierfond som norske aksjeselskaper, og at investorer er villige til å påta seg risikoen ved å investere i slike fond.<sup>2</sup> Dette vil igjen kunne bidra til verdiskapning og sysselsetting i norsk og internasjonalt næringsliv.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Forsberg Johnsen mfl. (2021) s. 6-9; Hammerich (2020a) s. 34 og 40.

<sup>2</sup> Om risikoen ved etablering av aktive eierfond, se Hammerich (2016) s. 37.

<sup>3</sup> Om verdiskapning i aktive eierfond, se Forsberg Johnsen mfl. (2021) s. 2 flg; Hammerich (2016) s. 37.

### **1.3 Videre fremstilling**

I det følgende vil jeg kort introdusere aktive eierfond som kontekst for problemstillingen og avklare noen sentrale forutsetninger for oppgaven (kapittel 2). Videre vil jeg ta utgangspunkt i aksjelovens regler som den aktuelle nasjonale selskapslovgivningen, særlig lovens regler om kapitalforhøyelser, og vurdere om disse oppstiller en plikt for investorene til å bidra med kapital til fondet (kapittel 3). Deretter vil jeg presentere de rettslige utgangspunktene for aksjonæravtaler som instrument for regulering av en innskuddsplikt for investorene (kapittel 4). I oppgavens hoveddel (kapittel 5) vil jeg først vurdere adgangen for investorene til å forplikte seg til å bidra til den selskapsrettslige beslutningen om at det skal foretas en kapitalforhøyelse (punkt 5.2). Deretter vil jeg analysere adgangen for investorene til å forplikte seg til å delta i en besluttet kapitalforhøyelse ved å tegne aksjer (punkt 5.3 og 5.4). Til slutt vil jeg ta stilling til hvordan mislighold av slike forpliktelser eventuelt kan håndheves, både med grunnlag i bakgrunnsretten og etter bestemmelse i avtale mellom partene (kapittel 6).

## 2. «Aktive eierfond» og «private equity»

### 2.1 Begrepet «aktive eierfond» og behovet for forutberegnelighet rundt egenkapitalforholdene i fondet

Begrepet og konseptet «aktive eierfond» har ikke et entydig meningsinnhold. Det er heller ikke noen legaldefinisjon av «aktive eierfond» i norsk rett. Begrepet er imidlertid omtalt i autoritative rettskilder som forarbeidene til lov 20. juni 2014 nr. 28 om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-loven) og høyesterettspraksis.<sup>4</sup> Begrepet er en oversettelse av det engelske begrepet «private equity funds», og er en samlebetegnelse på en gruppe av kollektive investeringsstrukturer som fortrinnsvis investerer i unoterte selskaper med et relativt langt investeringsperspektiv.<sup>5</sup> Hovedformålet er å oppnå fortjeneste på investert kapital gjennom oppkjøp av porteføljeselskaper ( gjerne med betydelig lånefinansiering) etter en nærmere fastsatt investeringsstrategi.<sup>6</sup> Porteføljeselskapene skal videreutvikles i løpet av fondets levetid og forhåpentligvis selges for en høyere pris, slik at fondet kan realisere gevinst på investeringene sine.<sup>7</sup> Utviklingen av selskapene søkes oppnådd gjennom aktivt eierskap. Dette innebærer at fondet inntar en eierposisjon i porteføljeselskapet som gir betydelig innflytelse og kontroll. I tillegg til tradisjonell passiv kapital tilføres selskapene ulike typer «humankapital» eller «intelligent kapital», noe som i hovedsak betyr at eierne bidrar med erfaring, kunnskap, nettverk og annen lignende kompetanse.<sup>8</sup> Dette skal legge til rette for oppskalering, effektivisering og annen utvikling og forbedring av porteføljeselskapene.<sup>9</sup>

Selv om de aktive eierfondene har ulike funksjoner for de ulike aktørene, er fondets egenkapital en grunnleggende forutsetning for fondsvirksomheten, og et felles utgangspunkt for alle de involverte aktørene. For porteføljeselskapene er oppkjøp fra aktive eierfond en veletablert og effektiv måte å innhente risikovillig kapital og kompetanse, som kan være nødvendig for videre vekst og utvikling i selskapet.<sup>10</sup>

Kapitalforholdene er også det sentrale utgangspunktet på fondsnivå. For investorene er de aktive eierfondene en form for passiv plassering av kapital under aktiv forvaltning med stort avkastningspotensiale. Investeringer i unoterte selskaper er gjerne arbeids- og

---

<sup>4</sup> Prop. 77 L (2013-2014) punkt 3.1.2; HR-2019-1726-A.

<sup>5</sup> Prop. 77 L (2013-2014) punkt 3.1.2.

<sup>6</sup> Rt. 2015 s. 1260 avsnitt 38; Hammerich (2016) s. 37; Aabø-Evensen (2011) s. 1264; Blaauw (2019) s. 211 og 214.

<sup>7</sup> HR-2018-391-A, avsnitt 2.

<sup>8</sup> Hammerich (2016) s. 37; Worsøe (2006) s. 4; Aabø-Evensen (2011) s. 1264.

<sup>9</sup> HR-2018-391-A, avsnitt 3.

<sup>10</sup> Krüger Andersen (2015) s. 22-23.

kompetansekrevene, noe som er en av årsakene til at det kan være mer hensiktsmessig for investorene å foreta investeringen indirekte gjennom en fondsstruktur enn å investere direkte på egenhånd.<sup>11</sup>

For initiativtakerne til fondet, fondets prinsipal, er de aktive eierfondene en forretningsidé og en gründervirksomhet. I første omgang består forretningsidéen i å samle inn kapital til forvaltning fra eksterne investorer.<sup>12</sup> Prosessen med markedsføring av fondet, med formål om at investorene skal kommittere kapital i fondet, omtales som «fundraising».<sup>13</sup>

Etter at fondet er fylt opp, begynner investeringsperioden og forvaltningsfasen.<sup>14</sup> Her forvaltes den innsamlede kapitalen gjennom oppkjøp av porteføljeselskaper. Av hensyn til investorene kreves det ikke at all den kommitterte kapitalen skytes inn allerede ved tidspunktet for etableringen av fondet. Kapitalen hentes heller inn som delbetalinger når forvalteren av fondet kaller på denne i forbindelse med oppkjøp av porteføljeselskaper eller andre utgifter (såkalte «drawdowns»)<sup>15</sup> For arbeidet med forvaltningen av fondet mottar fondsforvalteren et årlig forvaltningshonorar. Dette ligger som regel i området omkring 1 % til 2,5 % av den kommitterte kapitalen.<sup>16</sup> Investorene krever i de fleste tilfeller at prinsipalen investerer egne midler i fondet, ofte minst 1 % av den kommitterte kapitalen.<sup>17</sup> Dette skal sikre at prinsipalen opptrer i samsvar med investorenes interesser. Ettersom prinsipalen risikerer å tape egne penger dersom investeringen går dårlig, oppnår aktørene en såkalt «alignment of interests» på fondsnivå.<sup>18</sup>

Etter investeringsperioden og forvaltningsfasen går fondene over i sin siste fase, «exit»-perioden.<sup>19</sup> Når porteføljeselskapene er ferdig utviklet, kan selskapene selges og den potensielle avkastningen realiseres. Det er ingen absolutte og faste regler for utdeling av fondets midler, men i de fleste tilfeller er det avtalt at utdelingen skjer tilnærmet på følgende måte: Først tilbakebetaler fondet den investerte kapitalen til investorene og så til prinsipalen.<sup>20</sup> Deretter får investorene en fastsatt minimumsavkastning (en «preferanserente»), som i de fleste tilfeller ligger rundt 8 % p.a.<sup>21</sup> Videre utbetales en forholdsmessig større andel av det videre

---

<sup>11</sup> Krüger Andersen (2015) s. 41.

<sup>12</sup> Krüger Andersen (2015) s. 41; Hammerich (2020a) s. 4.

<sup>13</sup> Krüger Andersen (2015) s. 41 og s. 56; Hammerich (2020a) s. 4.

<sup>14</sup> Krüger Andersen (2015) s. 55-56.

<sup>15</sup> Krüger Andersen (2015) s. 58; Blaauw (2019) s. 210.

<sup>16</sup> Krüger Andersen (2015) s. 66; Blaauw (2019) s. 216; Hammerich (2016) s. 38; Hammerich (2020a) s. 59.

<sup>17</sup> Krüger Andersen (2015) s. 58.

<sup>18</sup> Hammerich (2016) s. 37; Jøtun (2020) s. 18.

<sup>19</sup> Krüger Andersen (2015) s. 56.

<sup>20</sup> Krüger Andersen (2015) s. 71; Blaauw (2019) s. 216; Hammerich (2016) s. 38; Hammerich (2020a) s. 59.

<sup>21</sup> Krüger Andersen (2015) s. 71; Blaauw (2019) s. 216-217; Hammerich (2016) s. 38; Hammerich (2020a) s. 59.

overskuddet til prinsipalen inntil de har mottatt en avtalt prosentuell andel av foreløpige utdelinger, ofte 20 % (såkalt «catch-up»)<sup>22</sup> Til slutt allokeres det resterende overskuddet mellom prinsipalen og investorene, som regel med hhv. 20 % og 80 % til hver.<sup>23</sup> Prinsipalens rett til en slik meravkastning omtales gjerne som «carried interest».<sup>24</sup>

Dermed kan vi se at reguleringen av kapitalforholdene i fondet er en grunnleggende forutsetning for alle de involverte aktørene, gjennom alle stadiene av fondets levetid. En av de aller viktigste forutsetningene er forutberegnelighet rundt investorenes innskudd av kapital i fondet. I punkt 2.2 vil jeg presentere utgangspunktene for den rettslige reguleringen av aktive eierfond og mulige rettsgrunnlag for investorenes innskuddsplikt.

## **2.2 Rettslig regulering av aktive eierfond**

Aktive eierfond var lenge uregulert i norsk lovgivning, men omfattes i dag som hovedregel av paraplybetegnelsen «alternative investeringsfond», jf. AIF-loven § 1-1 (1), jf. § 1-2 bokstav a, jf. lov 21. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond (verdipapirfondloven) § 1-2 første ledd nr. 4.<sup>25</sup> Loven oppstiller en rekke plikter for forvalterne av aktive eierfond, men regulerer i mindre grad forholdet til investorene. Loven gir ikke grunnlag for en forpliktelse for investorene til å skyte inn kapital i fondet.

Fondets kapitalforhold, herunder investorenes innskuddsplikt, reguleres derfor i det konkrete fondsavtaleverket eller den gjeldende nasjonale selskapsretten. Hva som utgjør nasjonal selskapsrett for det enkelte fond, avhenger av fondsjurisdiksjonen og hvilken selskapsform som er valgt ved struktureringen av fondet. Fondsjurisdiksjonen og selskapsformen påvirker også bakgrunnsretten for fondsavtaleverket. I det følgende vil jeg derfor kort redegjøre for hvordan aktive eierfond kan organiseres og avklare hvilke forutsetninger for fondsstruktureringen jeg legger til grunn videre i oppgaven.

## **2.3 Organisering av aktive eierfond og forutsetninger i oppgaven**

Aktive eierfond kan struktureres og organiseres på en rekke ulike måter, avhengig av de involverte aktørenes behov. Til tross for tallrike muligheter har det etablert seg en internasjonal

---

<sup>22</sup> Krüger Andersen (2015) s. 73; Blaauw (2019) s. 217; Hammerich (2020a) s. 59.

<sup>23</sup> Krüger Andersen (2015) s. 71; Blaauw (2019) s. 217; Hammerich (2016) s. 38; Hammerich (2020a) s. 59.

<sup>24</sup> Rt. 2015 s. 1260, avsnitt 35. flg.; Krüger Andersen (2015) s. 72; Blaauw (2019) s. 217; Hammerich (2016) s. 38.

<sup>25</sup> Jøtun (2020) s. 7; Hammerich (2020a) s. 29; Se likevel HR-2019-1726-A hvor Høyesterett under dissens kom frem til at Storebrand International Privat Equity V var et verdipapirfond.



bransjestandard om at fondene struktureres etter en *limited partnership*-modell.<sup>26</sup> Også norske forvaltere etablerer gjerne fond med en slik struktur i kjente fondsjurisdiksjoner som Guernsey, Jersey, Luxemburg eller Nederland.<sup>27</sup> Dette gjelder særlig dersom de ønsker å tiltrekke seg internasjonale investorer.<sup>28</sup>

Flere fond etableres likevel med Norge som fondsjurisdiksjon. Dette gjelder først og fremst fond som hovedsakelig har norske investorer.<sup>29</sup> De senere årene kan man imidlertid se en tendens til at også utenlandske profesjonelle investorer aksepterer Norge som fondsjurisdiksjon.<sup>30</sup> I slike tilfeller er fondet stort sett enten organisert som et indre selskap eller et aksjeselskap.<sup>31</sup> Både indre selskap og aksjeselskap kan være en praktisk selskapsform for aktive eierfond i ulike situasjoner.<sup>32</sup> I oppgaven behandler jeg fond som er etablert som norske aksjeselskaper. Mye kan tyde på at dette er den mest aktuelle selskapsformen for fond etablert i Norge som ønsker å tiltrekke seg internasjonale investorer.<sup>33</sup>

I slike tilfeller er både forvaltningsteamet og investorene aksjonærer i selskapet (fondet). Forvaltningsteamets eierskap kan struktureres på ulike måter, men normalt eier forvalteren aksjer gjennom et eget prosjektselskap etablert for det enkelte fondet.<sup>34</sup> Fondet inngår i så fall en separat forvaltningsavtale med forvaltningsselskapet som forestår forvaltningen av fondets midler.<sup>35</sup> Med dette som bakgrunn kan et aktivt eierfond organisert som et norsk aksjeselskap eksempelvis være strukturert som illustrert nedenfor i **figur 1**.

---

<sup>26</sup> Se Krüger Andersen (2015) s. 43 med videre henvisninger; Blaauw (2019) s. 212; Aabø-Evensen (2011) s. 1263; Hammerich (2020b) s. 5.

<sup>27</sup> Hammerich (2016) s. 38; Hammerich (2020b) s. 5. Blaauw (2019) s. 213; Aabø-Evensen (2011) s. 1266.

<sup>28</sup> Hammerich (2016) s. 38.

<sup>29</sup> Hammerich (2020a) s. 34.

<sup>30</sup> Hammerich (2020a) s. 34.

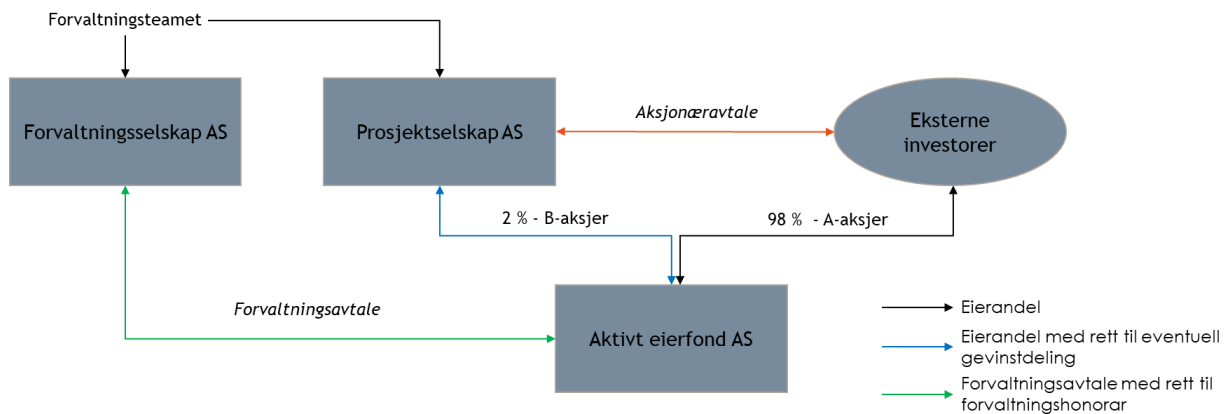
<sup>31</sup> Hammerich (2016) s. 38; Hammerich (2020a) s. 34; Aabø-Evensen (2011) s. 1265.

<sup>32</sup> Hammerich (2020a) s. 39.

<sup>33</sup> Hammerich (2020a) s. 39 og 40.

<sup>34</sup> Hammerich (2020a) s. 35-36.

<sup>35</sup> Hammerich (2020a) s. 35.



**Figur 1:** Eksempel på hvordan et aktivt eierfond kan struktureres som et norsk aksjeselskap.

Jeg tar videre utgangspunkt i at det aktive eierfondet er organisert som i **figur 1**. Når jeg omtaler «forvalteren» av fondet, sikter jeg til forvaltningsteamet i vid forstand, altså både forvaltningsselskapet som står for forvaltningen av fondet og prosjektselskapet som eier aksjer i fondet. Hvorvidt jeg sikter til forvalteren gjennom prosjektselskapet eller forvaltningsselskapet, vil gå frem av konteksten. Når jeg omtaler «selskapet», sikter jeg til det aktive eierfondet, med mindre noe annet er presisert.

### 3. Aksjeloven som nasjonal selskapsrett

#### 3.1 Aksjeloven som rammeverk i fondet – reglene om kapitalforhøyelser

Når det aktive eierfondet er organisert som et «aksjeselskap», utgjør lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven - asl.) den gjeldende nasjonale selskapsretten.<sup>36</sup> I tillegg til å være et mulig rettsgrunnlag for investorenes innskuddsplikt, utgjør aksjeloven rammeverket for rettsforholdene i selskapet. I dette kapitlet vil jeg først introdusere reglene aksjeloven oppstiller for innskudd av kapital i aksjeselskaper, og deretter vurdere om en eventuell plikt til å skyte inn kapital i selskapet kan utledes av loven.

Ved etableringen av et aktivt eierfond tegner investorene kun aksjer for en viss sum.<sup>37</sup> Majoriteten av kapitalinnskuddene foretar investorene først etter hvert som forvalteren påkaller andeler av den kommitterte kapitalen til dekning av fondets utgifter.<sup>38</sup> Innskuddene medfører derfor at aksjekapitalen i fondet forhøyes; det skjer en kapitalforhøyelse.

Kapitalforhøyelser er regulert i aksjeloven kapittel 10. Etter lovens regler kan forhøyelse av aksjekapitalen enten skje ved nytegning av aksjer, ved at selskapets midler overføres fra fri egenkapital til aksjekapital («fondsemissjon») eller ved en kombinasjon av de to fremgangsmåtene.<sup>39</sup> Selv om det ikke omfattes av lovens alternativer, kan aksjekapitalen også forhøyes ved at antallet aksjer forblir det samme, men at hver aksjes pålydende økes.<sup>40</sup> I de aktive eierfondene skjer kapitalforhøyelsene enten ved nytegning av aksjer eller forhøyning av aksjenes pålydende.

Gjennomføringen av en kapitalforhøyelse krever en selskapsrettslig beslutning. Etter asl. § 10-1 må selskapets beslutninger om kapitalforhøyelser «treffes av generalforsamlingen» med mindre «noe annet er bestemt i denne loven». Størrelsen på selskapets aksjekapital er et forhold som iht. asl. § 2-2 første ledd nr. 3 skal fremgå av vedtektene. Dette medfører at kapitalforhøyelsen er en vedtektsendring. I tråd med flertallskravene for vedtektsendringer

---

<sup>36</sup> Jf. asl. § 1-1 andre ledd, jf. første ledd; Jeg avgrensner oppgaven mot en drøftelse av reglene i lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven - asal.) ettersom det er mindre praktisk å etablere aktive eierfond som allmennaksjeselskap.

<sup>37</sup> Asl. § 3-1 første ledd krever at aksjekapitalen er på «minst 30.000 norske kroner». I tillegg må egenkapitalen i selskapet være «forsvarlig», jf. asl. § 3-4; Det er også mulig at prinsipalen eier alle aksjene på dette tidspunktet.

<sup>38</sup> Se punkt 2.1.

<sup>39</sup> Jf. hhv. asl. § 10-1 flg. og asl. § 10-20 flg.; Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 10-1 punkt 0.2.

<sup>40</sup> Se Bråthen (2019) s. 252; Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 10-1 punkt 0.2 presiserer at kapitalforhøyelsen i så fall skjer med grunnlag i en analogisk anvendelse av aksjelovens regler om nytegning av aksjer.

krever beslutningen tilslutning fra «minst to tredjedeler» av de «avgitte stemmer» og den «aksjekapital som er representert på generalforsamlingen».<sup>41</sup>

Generalforsamlingens beslutningskompetanse er begrenset ved at beslutningen må bygge på et «forslag» fra styret, jf. asl. § 10-3. Generalforsamlingen kan derfor ikke ta opp spørsmålet om kapitalforhøyelse på egenhånd, og må eventuelt instruere styret om å foreslå dette.<sup>42</sup>

Et unntak som er «bestemt i [...] loven» følger av asl. § 10-14. Bestemmelsen åpner for at styret ved fullmakt kan gis kompetanse til å fatte beslutning om kapitalforhøyelser ved nytegning av aksjer. Beslutningen om å gi styret en slik fullmakt må i likhet med en alminnelig kapitalforhøyelsesbeslutning fattes av generalforsamlingen med «flertall som for vedtektsendring», jf. asl. § 10-14 første ledd. En viktig begrensning i styrets eventuelle beslutningskompetanse følger av asl. § 10-14 tredje ledd, som slår fast at en slik fullmakt ikke kan gis for «mer enn to år om gangen». Dette innebærer at styret ved én enkeltstående fullmakt ikke kan tillegges beslutningskompetanse gjennom hele levetiden til de aktive eierfondene.

Selv om loven kun omtaler «kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer», anvendes termene «emisjon» og «nyemisjon» synonymt i forarbeidene til aksjeloven og juridisk teori.<sup>43</sup> I tråd med dette legger jeg ingen realitetsforskjell i betydningen av «emisjoner», «nyemisjoner» og «kapitalforhøyelser ved nytegning av aksjer» slik termene brukes i oppgaven.

### **3.2 Aksjeloven som mulig grunnlag for investorenes innskuddsforpliktelse**

En plikt for investorene til å skyte inn kapital i fondet kan ikke utledes av aksjeloven. For det første ville en plikt til å delta i kapitalforhøyelser vært i strid med det grunnleggende prinsippet om aksjonærenes begrensede ansvar, nedfelt i asl. § 1-1 andre ledd og § 1-2 andre ledd. Det følger eksplisitt av sistnevnte bestemmelse at «aksjeeierne plikter ikke å gjøre innskudd i selskapet» utover det som følger av «grunnlaget for aksjetegningen».

Som en forlengelse av dette følger det av asl. § 5-20 første ledd nr. 1 at det kreves «tilslutning» fra samtlige aksjonærer for at generalforsamlingen skal ha kompetanse til å fatte en beslutning som innebærer at «aksjeeiernes forpliktelse i forhold til selskapet økes».<sup>44</sup>

---

<sup>41</sup> Jf. asl. § 5-18 første ledd.

<sup>42</sup> Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 10-1 første ledd punkt 1.1.

<sup>43</sup> Se Ot.prp nr. 23 (1996-1997) s. 158; NOU 1992:29 s. 115; Aarbakke mfl. (2020) til asl. kapittel 10 punkt 3; Bråthen, G (2014) s. 33-35.

<sup>44</sup> Woxholth, G (2018) s. 176; Bråthen (2019) s. 60; Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 5-20 første ledd nr. 1.

En slik oppfatning samstemmer også godt med utformingen av reglene om kapitalforhøyelser. Asl. § 10-1 første ledd bestemmer at aksjonærene eller andre «innbys» til å tegne aksjer. En naturlig forståelse av lovteksten tilsier at beslutningen om kapitalforhøyelsen er et tilbud om å tegne aksjer, som mottakeren kan velge å akseptere eller ikke.<sup>45</sup> En slik tolkning er også lagt til grunn av Høyesterett i HR-2018-111-A. Høyesterett uttaler i avsnitt 33 at «henvendelsen fra et selskap om å tegne aksjer i selskapet eller tilsvarende henvendelse kan oppfattes som et tilbud adressaten kan akseptere», eller alternativt som «en oppfordring fra selskapet til bestemte personer eller andre til å fremsette tilbud om å tegne aksjer». Uavhengig av hvilken av de to mulige forståelsene som legges til grunn, tilsier Høyesteretts tolkning at det må foreligge en rettslig disposisjon fra tegnerens side for at aksjetegningen skal være et gjensidig bebyrdende rettsforhold.

På bakgrunn av det som er sagt i avsnittene over, er det klart at aksjeloven alene ikke oppstiller noen plikt for investorene til å skyte inn kapital i fondet. For de aktive eierfondene er dette en lite tilfredsstillende løsning. Det alternative grunnlaget for regulering av investorenes innskuddsplikt er fondsavtaleverket. I tilfeller hvor fondet er organisert som et aksjeselskap, er dette aksjonæravtaler.

---

<sup>45</sup> Se tilsvarende Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 10-1 punkt 1.1 siste avsnitt.

## 4. Aksjonæravtaler som fondsavtaleverk

### 4.1 Definisjon av «aksjonæravtale» og avtalens funksjon i aksjeselskapene

En eventuell plikt for investorene til å skyte inn kapital i fondet må forankres i aksjonæravtalen. Det er adgangen til å avtalefeste slike plikter som er temaet videre i oppgaven. Før jeg begynner med den konkrete analysen, vil jeg kort redegjøre for aksjonæravtaler som instrument for å regulere aksjonærens rettigheter og plikter. Jeg vil også oppstille noen generelle utgangspunkter for vurderingen av gyldigheten av aksjonæravtaler, særlig i lys av spenningen mellom avtalefriheten og aksjeselskapsretten (punkt 4.2 og 4.3).

Kort og unyansert kan en «aksjonæravtale» defineres som en avtale hvor en eller flere aksjonærer (eventuelt kommende aksjonærer) i et aksjeselskap søker å regulere utøvelsen av sine aksjonærrettigheter i selskapet.<sup>46</sup> At en avtale defineres som en «aksjonæravtale», har ingen selvstendig rettslig betydning.<sup>47</sup> Begrepet er kun en samlebetegnelse på avtaler med de beskrevne karakteristikkene.

Behovet for aksjonæravtaler oppstår fordi aksjeloven oppstiller et rigid system som er utformet for å ivareta hensynet til profittmaksimering for aksjonærfellesskapet, hensynet til øvrige interessenter og hensynet til det interne forholdet mellom ulike aksjonærgrupper på en balansert måte.<sup>48</sup> Pakkeløsningen loven legger opp til er generell og ikke tilpasset det enkelte selskaps mer eller mindre spesielle behov.<sup>49</sup> Eksempelvis gir aksjelovens regler om kapitalforhøyelser, som beskrevet over, ikke tilstrekkelig forutsigbarhet rundt kapitalforholdene i aktive eierfond. Et aktivt eierfond må derfor bruke en aksjonæravtale til å oppstille en «skreddersydd» løsning hvor investorene er forpliktet til å skyte inn kapital i fondet.

Formålet med aksjonæravtalen er dermed å oppstille rettigheter eller plikter for aksjonærene som ikke allerede følger av aksjeloven.<sup>50</sup> Avviket fra — den balanserte — løsningen som følger av loven, kan imidlertid reise problemstillinger knyttet til gyldigheten og de rettslige virkningene av aksjonæravtalen.

---

<sup>46</sup> Aarbakke mfl. (2020) Innledende kapittel punkt 4.4.2; Woxholth (2017) s. 26; Andenæs (2016) s. 57; Giertsen (2002) s. 533; Lowzow mfl. (1993) s. 20.

<sup>47</sup> Woxholth (2017) s. 28; Andenæs (2016) s. 57; Lowzow mfl. (1993) s. 19.

<sup>48</sup> Woxholth (2017) s. 57 og s. 68 flg.

<sup>49</sup> Woxholth (2017) s. 70.

<sup>50</sup> Woxholth (2017) s. 97-98.

## 4.2 Gyldighet og virkning – forholdet mellom avtalen og aksjeselskapsretten

Dersom aksjonæravtalen er ugyldig, er virkningen i utgangspunktet at investorene ikke er forpliktet til å oppfylle avtalen etter sitt innhold.<sup>51</sup> For å besvare det overordnede spørsmålet er det nødvendig å avgjøre om en avtale som forplikter investorene til å skyte inn kapital i fondet, i det hele tatt er gyldig.

Det eksisterer ingen generell regulering av aksjonæravtaler i aksjeloven eller annen lovgivning. Rettsspørsmål knyttet til aksjonæravtaler må derfor løses etter alminnelige avtalerettslige regler i lys av aksjeselskapsretten.<sup>52</sup> Selv om det tidligere var omstridt i teorien, er det i dag klart at aksjonæravtaler som et klart utgangspunkt er bindende mellom avtalepartene.<sup>53</sup> På samme måte som utøvelsen av andre eierposisjoner kan dermed aksjonærrettigheter bindes innenfor rammene av avtalefriheten.<sup>54</sup> De alminnelige begrensningene for avtalefriheten gjelder imidlertid også for aksjonæravtaler.<sup>55</sup> Dette inkluderer blant annet avtalerettslige ugyldighetsregler, hvor reglene om hvilket innhold man kan forplikte seg til er særlig relevante.<sup>56</sup>

Den mest sentrale begrensningen for hvilket innhold man kan forplikte seg til med hjemmel i avtalefriheten, er at avtaler som etter sitt innhold strider mot ufravikelige (preseptoriske) rettsregler, ikke kan kreves gjennomført.<sup>57</sup> At slike avtaler er ugyldige kan utledes av prinsippet i NL 5-1-2.<sup>58</sup> Ettersom aksjonæravtaler i sin natur fraviker aksjelovens regler, er dette et høyaktuelt ugyldighetsgrunnlag. Det er derfor avgjørende om investorenes plikt til å skyte kapital inn i fondet er i strid med preseptoriske regler, enten dette er regler som følger av aksjeloven, ulovfestet aksjerett eller vedtektsbestemmelser.<sup>59</sup> Jeg vil ikke gå nærmere inn på preseptoriske vedtektsbestemmelser som ugyldighetsgrunn ettersom dette beror på konkrete vurderinger av det enkelte selskaps vedtekter.

---

<sup>51</sup> Woxholth (2017) s. 145; Giertsen (2021) s. 190.

<sup>52</sup> Bråthen (2019) s. 86.

<sup>53</sup> Se Woxholth (2017) s. 144, jf. s. 97 flg. om prinsippet om aksjers udelelighet som bakgrunn for den tidligere kritiske holdningen til aksjonæravtaler i norsk juridisk teori.

<sup>54</sup> Lowzow mfl. (1993) s. 32; Giertsen (2002) s. 534; Andenæs (2016) s. 59.

<sup>55</sup> Giertsen (2002) s. 534.

<sup>56</sup> Giertsen (2021) s. 189.

<sup>57</sup> Generelt: Giertsen (2021) s. 243; For aksjonæravtaler spesielt: Andenæs (2016) s. 60; Knudsen (2009) s. 25-26; Lowzow mfl. (1993) s. 57; Woxholth (2017) s. 114; Giertsen (2002) s. 535; Aarbakke mfl. (2020) Innledende kapittel punkt 4.4.2 avsnitt 6.

<sup>58</sup> Lov 15. april 1687 Kong Christian Den Femtis Norske Lov (Norske lov - NL) 5-1-2 bestemmer at kontrakter «som ikke er imod Loven» skal holdes. En antitetisk tolkning av lovteksten tilsier at lovstridige avtaler er ugyldige. I Rt. 1993 s. 312 er det presisert at det ikke gjelder en alminnelig regel om at lovstridige avtaler er uten virkning, men at virkningen av lovstriden beror på en «tolkning av den enkelte lov». Prinsippet dette gir grunnlag for er at avtaler som strider mot preseptoriske regler ikke kan kreves oppfylt.

<sup>59</sup> Se Woxholth (2017) s. 123, 149 og 156 og Andenæs (2016) s. 60-61 om motstrid mot preseptoriske vedtektsbestemmelser som ugyldighetsgrunn.

Også andre avtalerettslige ugyldighetsregler setter begrensninger for innholdet av en aksjonæravtale. Blant annet oppstiller NL 5-1-2 et tilsvarende forbud mot avtaler som strider mot ærbarhet.<sup>60</sup> Et annet eksempel er revisjons- og ugyldighetsregelen for avtaler som er «urimelig» å gjøre gjeldende, jf. lov 31. mai 1918 nr. 4 om avslutning av avtaler, om fulmakt og om ugyldige viljeserklæringer (Avtaleloven - avtl.) § 36.<sup>61</sup> Selv om disse reglene i prinsippet kan anvendes på aksjonæravtaler, er hovedfokuset i oppgaven ugyldighet som følge av motstrid mot preseptoriske aksjeselskapsrettslige regler.

### 4.3 Aksjelovens fravikelighet – noen metodiske utgangspunkter

Den underordnede problemstillingen er altså om en avtalefestet plikt for investorene til å skyte inn kapital i fondet er i strid med ufravikelige aksjeselskapsrettslige regler. Aksjeloven har ingen generell bestemmelse som regulerer lovens fravikelighet ved aksjonæravtaler.<sup>62</sup> Spørsmålet om hvorvidt en aksjonæravtale er i strid med preseptoriske regler må derfor avgjøres ut ifra en tolkning av rettsgrunnet for den aktuelle aksjonærrettigheten som søkes regulert i aksjonæravtalen.

I noen få av aksjelovens bestemmelser er problemstillingen regulert uttrykkelig.<sup>63</sup> De fleste bestemmelsene i aksjeloven har imidlertid ingen slik uttrykkelig regulering. Det er derfor nødvendig med en nærmere analyse av rettskildene for å besvare tolkningsspørsmålet. Utgangspunktet er, i tråd med alminnelig juridisk metode, lovteksten og en naturlig forståelse av denne. I mange tilfeller gir ordlyden begrenset veiledning eller vektige tolkningsbidrag. Temaet er gjennomgående gitt lite oppmerksomhet av lovgiver i forarbeidene til aksjeloven. Tilsvarende er omfanget av rettspraksis som berører slike problemstillinger, også begrenset.<sup>64</sup>

I mangel av autoritative rettskilder som gir tydelige tolkningsbidrag, er det ofte avgjørende å klarlegge den enkelte regelens formål og de hensyn regelen er ment å ivareta. I den sammenheng er det i teorien lagt til grunn at det er særlig sentralt om regelen søker å ivareta interessene til tredjemenn som ikke er part i aksjonæravtalen.<sup>65</sup> Dersom dette er tilfellet, er det

---

<sup>60</sup> Se eksempelvis Rt. 1995 s. 46 hvor Høyesteretts flertall tilsidesatte en stemmerettsbestemmelse i en aksjonæravtale som ærbarhetsstridig og ugyldig da den omgikk en stemmerettsbegrensning i selskapets vedtekter, jf. NL 5-1-2.

<sup>61</sup> Se Woxholth (2017) s. 157 og Giertsen (2002) s. 534-535 om avtl. § 36 som revisjons- og ugyldighetsgrunnlag for aksjonæravtaler.

<sup>62</sup> I motsetning til lov 21. juni 1985 nr. 83 om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper (Selskapsloven - sel.) § 1-4.

<sup>63</sup> Se eksempelvis asl. § 4-15 første ledd som åpner for at utgangspunktet om fri omsettelighet av aksjer i et selskap kan fravikes ved «avtale mellom aksjeeierne».

<sup>64</sup> Se Woxholth (2017) s. 43-44 som trekker frem at fraværet av rettspraksis sannsynligvis skyldes at aksjonæravtaler tar sikte på å regulere langvarige samarbeidsforhold, slik at partene er tjent med å forlike tvister fremfor å avgjøre uenigheten ved en rettsprosess. En annen sannsynlig årsak som trekkes frem er at tvister hvor partene ikke kommer enighet ofte avgjøres ved voldgift, ettersom dette i større grad en alminnelige rettsprosesser åpner for å holde aksjonæravtalens innhold hemmelig.

<sup>65</sup> Woxholth (2017) s. 50 og 114; Giertsen (2002) s. 535.



generelt et tungtveiende argument i retning av at bestemmelsen er ufravikelig. Dette fordi det i motsatt fall er mulig å påvirke en tredjemanns rettsstilling i aksjonæravtalen.<sup>66</sup> Dersom bestemmelsen kun søker å ivareta aksjonærens egne eierinteresser, er det motsetningsvis et argument for at bestemmelsen kan fravikes gjennom avtalefriheten.<sup>67</sup>

Juridisk teori er også en viktig rettskildefaktor, særlig i den grad en oppfatning bygger på grundige analyser. Dersom teorien gir utgangspunkt for en festnet rettsoppfatning som anvendes i praksis, styrkes den selvstendige vekten av teorien ettersom en slik løsning bidrar til forutberegnelighet for rettsanvendere.<sup>68</sup>

Generelt sett preges altså rettsanvendelsesprosessen ved spørsmål om aksjelovens fravikelighet av at det i liten grad eksisterer relevante og entydige autoritative rettskilder. Dette medfører at bredere formåls- og systembetragtninger og argumenter forankret i reelle hensyn kan få større gjennomslag enn på andre rettsområder.

#### **4.4 Selskapsrettslig virkning og gjennomføring av aksjonæravtalen i selskapet**

Et spørsmål som er delvis beslektet med spørsmålet om aksjerettslige regler kan fravikes ved aksjonæravtaler, er om en aksjonæravtale har selskapsrettslig virkning.<sup>69</sup> At en aksjonæravtale har selskapsrettslig virkning kan defineres som at avtalen får virkninger for andre enn avtalepartene.<sup>70</sup> En slik virkning bryter med utgangspunktet om at avtaler kun er bindende for avtalepartene. Den klare hovedregelen er derfor at aksjonæravtaler ikke har selskapsrettslig virkning.<sup>71</sup>

For at avtalen skal få virkning for selskapet og andre tredjeparter, må den i utgangspunktet gjennomføres etter selskapsrettslige regler.<sup>72</sup> Gjennomføringen kan eksempelvis skje ved at aksjonærene stemmer for beslutningen om en kapitalforhøyelse på generalforsamlingen i tråd med en stemmerettsavtale, eller at aksjonærene benytter seg av muligheten til å tegne aksjer ved en besluttet kapitalforhøyelse i tråd med forpliktelsen til dette i aksjonæravtalen. Spørsmålet om gyldigheten av avtalen settes derfor først på spissen om den ikke blir overholdt

---

<sup>66</sup> Woxholth (2017) s. 114; Giertsen (2002) s. 535.

<sup>67</sup> Woxholth (2017) s. 116.

<sup>68</sup> Se HR-2021-2248-A, avsnitt 62 hvor Høyesterett tillegger juridisk teori selvstendig vekt på et slikt grunnlag; Se også Monsen (2012a) s. 42.

<sup>69</sup> Se Woxholth (2017) s. 114 og s. 119-120.

<sup>70</sup> Woxholth (2017) s. 274.

<sup>71</sup> Woxholth (2017) s. 277; Andenæs (2016) s. 62; Andenæs (2009) s. 12; Giertsen (2002) s. 534; Aarbakke mfl. (2020) Innledende kapittel punkt 4.4.2 fjerde avsnitt.

<sup>72</sup> Andenæs (2016) s. 62; Andenæs (2009) s. 11-12; Aarbakke mfl. (2020) Innledende kapittel punkt 4.4.2 fjerde avsnitt.

av partene. I tillegg til å ta stilling til om avtalen er gyldig, er det derfor nødvendig å vurdere partenes rettsstilling ved mislighold av en eventuelt gyldig forpliktelse, noe jeg vil behandle i kapittel 6.

## **5. Adgangen til å forplikte investorene til å foreta kapitalinnskudd**

### **5.1 Problemstillingen og veien videre**

Den overordnede problemstillingen er hvilken adgang investorene i et aktivt eierfond, organisert som et aksjeselskap, har til å forplikte seg til å skyte inn kapital i fondet.

En slik forpliktelse vil for det første bestå av en plikt til å bidra til den selskapsrettslige beslutningen om at aksjekapitalen skal forhøyes, og for det andre en forpliktelse til å tegne seg for aksjer ved besluttede kapitalforhøyelser. Jeg vil først analysere hvilken adgang investorene har til å forplikte seg til å bidra til den selskapsrettslige beslutningen (punkt 5.2). Som det går frem av strukturen i oppgaven nedenfor, er adgangen til å oppstille en slik forpliktelse for selskapet, overfor selskapet og overfor aksjonærene ikke nødvendigvis sammenfallende. Deretter vil jeg analysere hvilken adgang investorene har til å forplikte seg til å tegne seg for aksjer ved besluttede kapitalforhøyelser. Også her må det skilles mellom forpliktelser overfor selskapet (punkt 5.3) og forpliktelser overfor de øvrige aksjonærene (punkt 5.4).

### **5.2 Adgangen for investorene til å forplikte seg til å bidra til selskapets beslutninger om kapitalforhøyelser**

#### **5.2.1 Problemstillingen**

Den første problemstillingen er i hvilken grad investorene kan forplikte seg til å bidra til den selskapsrettslige beslutningen om at det skal foretas en kapitalforhøyelse. Dette kan forsøksvis avtales på en rekke måter, og jeg vil i det følgende vurdere noen utvalgte praktiske utforminger av en slik forpliktelse. I tillegg til det ovennevnte skillet mellom hvem som er berettiget og forpliktet etter avtalen, er det nødvendig å differensiere mellom tilfeller hvor avtalen forsøker å binde selskapet eller aksjonærene for konkrete forestående beslutninger (binding «*ex-post*») og tilfeller hvor de søker å binde seg generelt for et ubestemt antall fremtidige beslutninger (binding «*ex-ante*»).

<sup>73</sup>

---

<sup>73</sup> Begrepene binding «*ex-post*» og «*ex-ante*» benyttes på samme måte som i Woxholth (2017) s. 117.

### 5.2.2 Selskapets og selskapsorganene som pliktsubjekt – organbinding

Man kan tenke seg at investorene og forvalteren søker å regulere forholdet som en binding av styret og/eller generalforsamlingen i selskapet. Selskapsorganene forplikter seg i så fall overfor aksjonærene til å beslutte at det skal foretas kapitalforhøyelser i nærmere bestemte tilfeller.

Aksjonærene kan ikke i avtale seg imellom forplikte selskapets organer, uten at verken selskapet eller selskapsorganene er part i avtalen. Dette er et utslag av at aksjonæravtaler i utgangspunktet ikke har selskapsrettslig virkning.<sup>74</sup> I det følgende vil jeg drøfte tilfeller hvor selskapet og/eller selskapsorganene er part i avtalen.

Aksjelovens utgangspunkt er at generalforsamlingen har den overordnede myndigheten i selskapet, og at styret forestår forvaltningen av selskapet.<sup>75</sup> Om generalforsamlingen eller styret forplikter seg til å fatte en bestemt beslutning i fremtiden, fravikes disse reglene. Reglene om funksjonsfordeling og beslutningskompetanse i selskapsorganene er imidlertid preseptoriske i den forstand at de ikke kan fravikes i avtale, verken overfor aksjonærene eller en tredjepart.

Standpunktet kan i første omgang utledes av at selskapsorganene – i motsetning til selskapet – ikke er selvstendige rettssubjekter. De kan derfor ikke på egenhånd stifte og påta seg rettslige forpliktelser.<sup>76</sup>

Videre kan heller ikke selskapet som rettssubjekt binde selskapsorganenes kompetanse. Etter asl. §§ 6-30 flg. er det i utgangspunktet styret som «representerer selskapet utad» og har kompetanse til å inngå avtaler på selskapets vegne. Dersom styret på vegne av selskapet kunne binde generalforsamlingens kompetanse uten involvering av generalforsamlingen, ville det innebære en ren omgåelse av aksjelovens regel om at generalforsamlingen er selskapets øverste myndighet.<sup>77</sup>

Noe mer tvilsomt er det om styret på vegne av selskapet kan binde generalforsamlingens beslutningskompetanse ved å forelegge beslutningen for generalforsamlingen. En naturlig forståelse av at det er «generalforsamlingen» som iht. asl. § 10-1 har beslutningskompetanse

---

<sup>74</sup> Woxholth (2017) s. 162.

<sup>75</sup> Asl. § 5-1 bestemmer at generalforsamlingen utgjør den «øverste myndighet» i selskapet og asl. § 6-12 første ledd gir styret myndighet til «forvaltningen av selskapet». For kapitalforhøyelser er beslutningskompetansen lagt til generalforsamlingen, jf. asl. § 10-1 eller styret med fullmakt, jf. asl. § 10-17.

<sup>76</sup> Woxholth (2017) s. 163.

<sup>77</sup> Woxholth (2017) s. 371; Knudsen (2009) s. 29-30; Lowzow mfl. (1993) s. 57-58; Aarbakke mfl. (2012) s. 449.

tilsier at det er generalforsamlingen på det aktuelle tidspunktet som skal fatte beslutningen.<sup>78</sup> Formålet med saksbehandlingsreglene for generalforsamlingsvedtak ivaretas også i liten grad dersom generalforsamlingen kan binde sin kompetanse for fremtidige beslutninger gjennom avtaler.<sup>79</sup> Problemstillingen er videre behandlet i NOU 1992:29 i forbindelse med spørsmålet om gyldigheten av opsjonsavtaler som oppstiller en aksjetegningsrett uten hjemmel i asl. kapittel 11. En slik avtale forutsetter en beslutning om kapitalforhøyelse fra generalforsamlingen når opsjonen skal utøves. Det uttales her at en slik avtale antakelig «ikke kan kreves gjennomført», men at «[h]elt klar er denne løsningen likevel ikke».<sup>80</sup> Selv om forarbeidsuttalelsen er noe reservert, taler den i retning av at selskapet heller ikke med tilslutning fra generalforsamlingen kan forplikte generalforsamlingen til å fatte beslutninger om kapitalforhøyelser i fremtiden.<sup>81</sup> I teorien har meningene vært delte, men i nyere litteratur synes oppfatningen å være at generalforsamlingens beslutningskompetanse ikke kan bindes av selskapet.<sup>82</sup>

Samme standpunkt må gjelde for selskapets adgang til å binde styrets kompetanse til å beslutte kapitalforhøyelser med fullmakt fra generalforsamlingen iht. asl. § 10-17. På samme måte som for «generalforsamlingen», tilsier en naturlig forståelse av at kapitalforhøyelsen vedtas ved «styrets beslutning» at beslutningen skal fattes av styret på det aktuelle tidspunktet.<sup>83</sup> Selv om det ikke fremgår direkte av ordlyden i asl. § 6-12, er styret ifølge forarbeidene underlagt «alminnelige krav om forsvarlig forvaltning» av selskapet.<sup>84</sup> Forsvarlighetskravet er også forutsatt i blant annet asl. § 17-1, som hjemler erstatningsansvar for uaktsomme brudd på aksjeloven.<sup>85</sup> En forsvarlig forvaltning av selskapet forutsetter at hver beslutning må vurderes konkret ut fra de aktuelle forholdene. Forsvarlighetsplikten tilsier dermed at styrets kompetanse ikke kan forhåndsbindes av selskapet, og at asl. § 10-17 i den forstand er ufravikelig.<sup>86</sup> Et ytterligere moment som underbygger at styret ikke kan binde seg til å beslutte en fremtidig kapitalforhøyelse, er at generalforsamlingen når som helst, frem til fullmakten er benyttet, kan

---

<sup>78</sup> Andenæs (2016) s. 548; Andenæs (2001) s. 157; I Rt. 2007 s. 360 (Lyse Energi) avsnitt 62 la Høyesterett prejudisielt til grunn at det tilsvarende vilkåret for en beslutning om kapitalnedsettelse, jf. asl. § 12-1 skulle tolkes på samme måte. Hensynene bak reglene om kapitalforhøyelser og kapitalnedsettelser er imidlertid ikke identiske, slik at tolkningen ikke er direkte overførbart.

<sup>79</sup> Andenæs (2016) s. 549; Andenæs (2001) s. 157.

<sup>80</sup> NOU 1992: 29 s. 51.

<sup>81</sup> Andenæs (2016) s. 549; Andenæs (2001) s. 158.

<sup>82</sup> Woxholth (2017) s. 373; Andenæs (2016) s. 549; Andenæs (2001) s. 158; Aarbakke mfl. (2012) s. 449; Lowzow mfl. (1993) s. 57-58; Se likevel Welde (2003) s. 194-196 og Heffermehl mfl. (2002) s. 56-60 som kommer til motsatt konklusjon.

<sup>83</sup> Andenæs (2016) s. 550; Andenæs (2001) s. 160.

<sup>84</sup> NOU 1996: 3 s. 55.

<sup>85</sup> Dette ble lagt til grunn av lagmannsretten i både LA-2007-37537 og LB-2008-120826; Se også Normann (1994) s. 302; Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 6-12 første ledd punkt 1.1; Dahlum (2021) s. 25.

<sup>86</sup> Knudsen (2009) s. 30 og 34; Woxholth (2017) s. 371; Bråthen, G (2014) s. 137.

kalle denne tilbake.<sup>87</sup> En slik adgang til å tilbakekalle fullmakten stenger for at styret kan forpliktes til å benytte fullmakten på et senere tidspunkt. I motsatt fall ville avtalen ha innebåret en omgåelse av tilbakekallelsesadgangen, noe lovgiver ikke har åpnet for. Dette tilsier at selskapet ikke kan binde styrets kompetanse til å beslutte senere kapitalforhøyelser.<sup>88</sup>

Woxholth trekker konklusjonen videre, og hevder at det «trolig [må] gjelde et alminnelig prinsipp om at selskapsorganer ikke kan binde sin fremtidige myndighetsutøvelse».<sup>89</sup> I lys av analysen av de ulike variantene av organbinding som er gjort over, synes et slikt «prinsipp» å ha gode grunner for seg, uten at dette er noe mer enn en generell retningslinje for hvordan slike rettsspørsmål må besvares.

De preseptoriske reglene om funksjonsfordelingen mellom selskapsorganene medfører at verken selskapet eller selskapsorganene direkte kan forplikte styret og/eller generalforsamlingen til å beslutte at det skal foretas fremtidige kapitalforhøyelser gjennom en aksjonæravtale.

Som Woxholth bemerker, er dette en annen problemstilling enn spørsmålet om styret eller andre som representerer selskapet kan binde selskapet til avtaler som forutsetter en kapitalforhøyelse uten at selskapsorganenes myndighetsutøvelse er bundet direkte.<sup>90</sup> En slik forpliktelse gir ikke forutberegnelighet rundt gjennomføringen av kapitalforhøyelsesbeslutningen i fondet og drøftes følgelig ikke videre.

### 5.2.3 Binding av aktørene i selskapsorganene – fullmakter og stemmerettsforpliktelser

#### 5.2.3.1 Stemmerettsforpliktelser overfor selskapet

Som et alternativ til den rene organbindingen kan aktørene i selskapsorganene binde utøvelsen av sin innflytelse i det aktuelle selskapsorganet. Eksempelvis kan investorene gjennom aksjonæravtalen forsøke å binde utøvelsen av stemmeretten sin på selskapets generalforsamling ved å forplikte seg til å stemme for beslutninger om kapitalforhøyelse i visse situasjoner. Dette kan blant annet utformes som en forpliktelse av stemmeretten overfor selskapet.

---

<sup>87</sup> Innst. 1970 s. 99; Andenæs (2016) s. 551; Andenæs (2001) s. 159; Bråthen, G (2014) s. 93; Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 10-14 andre ledd punkt 2.1.

<sup>88</sup> Samme standpunkt inntar Andenæs (2001) s. 160; Woxholth (2017) s. 373; Knudsen (2009) s. 34; Aarbakke mfl. (2012) s. 449; Bråthen, G (2014) s. 130.

<sup>89</sup> Woxholth (2017) s. 371 med videre henvisninger og enkelte presiseringer.

<sup>90</sup> Woxholth (2017) s. 163.

Utøvelsen av aksjonærenes stemmerett reguleres av asl. § 5-1. Etter denne bestemmelsen utøver aksjonærene den øverste myndigheten i selskapet «gjennom generalforsamlingen». En naturlig forståelse av ordlyden tilsier at saksbehandlingsreglene som aksjeloven oppstiller for generalforsamlingen, må følges når aksjonærene skal utøve sin stemmerett. Aksjeloven har videre uttrykkelig definerte unntak fra enkelte av saksbehandlingskravene, gjennom reglene om forenklet generalforsamlingsbehandling.<sup>91</sup> Lovens system tilsier dermed at det ikke er adgang til å fravike kravene til saksbehandling i større utstrekning enn loven selv åpner for. Selv om det ikke uttales uttrykkelig i forarbeidene, synes dette også å ha vært lovgivers forutsetning.<sup>92</sup> Oppfatningen er også tilsluttet i teorien.<sup>93</sup>

Dersom aksjonærene skal binde utøvelsen av sin stemmerett ovenfor selskapet, må dette altså skje i tråd med saksbehandlingsreglene i aksjeloven kapittel 5.<sup>94</sup> Gjennom generalforsamlingen kan dermed investorene binde seg til å stemme for en konkret forestående kapitalforhøyelse (ex-post). Ettersom generalforsamlingen ikke kan binde myndighetsutøvelsen av en fremtidig generalforsamling – i tråd med konklusjonen i punkt 5.2.2 – er det ikke mulig for aksjonærene å binde stemmeretten generelt for fremtidige tilfeller overfor selskapet (ex-ante). At generell og ubestemt forhåndsbinding overfor selskapet ikke er mulig, har også oppslutning i teorien.<sup>95</sup>

### 5.2.3.2 Ugjenkallelig fullmakt om møterett på generalforsamlingen

Rent praktisk håndteres gjerne problemstillingen rundt investorenes forpliktelse til å bidra til kapitalforhøyelsesbeslutninger ved bruk av fullmakter.<sup>96</sup> Investorene gir da forvalteren en mer eller mindre generell fullmakt til å møte på generalforsamlingen og stemme på deres vegne, med hjemmel i asl. § 5-2. En vesentlig begrensning ved virkningen av slike fullmakter er at aksjonærene iht. asl § 5-2 andre ledd fjerde pkt. «når som helst [kan] kalle tilbake fullmakten». Ordlyden tilsier tydelig at det ikke er anledning til å oppstille ugjenkallelige fullmakter med virkning for selskapet. Oppfatningen er bekreftet av lovgiver og samstemt tilsluttet i teorien.<sup>97</sup>

---

<sup>91</sup> Se asl. §§ 5-7 flg.

<sup>92</sup> Se NOU 1996: 3 s. 59.

<sup>93</sup> Se Andenæs (2016) s. 264; Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 5-7 første ledd punkt 1.1; Woxholth (2017) s. 180.

<sup>94</sup> M.a.o. enten på et fysisk møte i tråd med asl. § 5-8 eller ved telefonmøte, sirkulasjon av dokumenter m.v. på en måte som tilfredsstiller kravene i asl. § 5-7.

<sup>95</sup> Woxholth (2017) s. 181; Andenæs (2016) s. 63.

<sup>96</sup> Hammerich (2020a) s. 35.

<sup>97</sup> Ot.prp. nr. 79 (1974-75) s. 27 og 127 om den tilsvarende bestemmelsen i den tidligere aksjeloven § 9-2; Andenæs (2016) s. 133; Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 5-2 andre ledd punkt 2.4; Lowzow mfl. (1993) s. 155; Bråthen, *Norsk Lovkommentar: Aksjeloven* note 661; Woxholth (2017) s. 109 med videre henvisninger.

Ettersom selskapet må respektere tilbakekallet av en «ugjenkallelig» fullmakt, gir ikke fullmakten forvalteren en reell sikkerhet for at den selskapsrettslige beslutningen om kapitalforhøyelse blir gjennomført.<sup>98</sup> Det kan bemerkes at de fleste juridiske forfattere som har omtalt emnet, mener at tilbakekallet av en ugjenkallelig fullmakt utgjør et mislighold overfor fullmektigen som medfører misligholdsvirkninger.<sup>99</sup> Andenæs, som er kritisk til dette, mener imidlertid at en slik fullmakt etter omstendighetene må tolkes som en stemmerettsforpliktelse mellom aksjonærene (se punkt 5.2.3.3 om denne avtaleformen).<sup>100</sup> Den reelle forskjellen på standpunktene er i så fall begrenset ettersom tilsvarende misligholdsvirkninger inntreder dersom aksjonæren ikke stemmer slik fullmektigen ville gjort om fullmakten bestod. Jeg går imidlertid ikke nærmere inn på misligholdsvirkninger før i kapittel 6.

### 5.2.3.3 Stemmerettsforpliktelser overfor øvrige aksjonærer

Aktørene i de aktive eierfondene har et behov for å sikre at investorene bidrar til beslutninger om kapitalforhøyelser i hele fondets levetid, slik at hele den kommitterte kapitalen kan skytes inn i fondet. Det må derfor vurderes om stemmeretten kan bindes for et ubestemt antall fremtidige tilfeller (binding *ex-ante*) overfor de øvrige aksjonærene. Dette kan eksempelvis avtales ved at investorene forplikter seg til å stemme for at selskapet skal beslutte kapitalforhøyelser etter instruks fra forvaltningsteamet eller styret (hvor forvaltningsteamet normalt har flertall og kontroll).

Asl. § 5-3 første ledd oppstiller et utgangspunkt om at hver aksje gir stemmerett på generalforsamlingen. Tredje punktum åpner imidlertid for at utgangspunktet kan fravikes ved å fastsette i selskapets vedtekter at aksjene i en bestemt aksjeklasse «ikke skal gi stemmerett». Etter en naturlig forståelse åpner lovteksten for at aksjonærene gjennom vedtektene fullstendig kan gi avkall på sin stemmerett overfor selskapet. Et avkall på stemmeretten er en vidtrekkende form for stemmerettsforpliktelse idet man forplikter seg til ikke å stemme på noen generalforsamling. Når lovgiver har åpnet for at aksjonærene kan gi avkall på stemmeretten sin overfor selskapet, er det et tungtveiende argument for at det er adgang til å gi avkall på stemmeretten også overfor andre enn selskapet, ettersom det er mindre vidtrekkende. Dette stemmer også godt overens med Justisdepartementets uttalelser i de tidligere omtalte forarbeidene til fullmaktsregelen. Departementet uttalte her at fullmaktsbestemmelsen ikke

---

<sup>98</sup> Se tilsvarende i Lowzow (1993) s. 257.

<sup>99</sup> Se. Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 5-2 andre ledd punkt 2.4; Bråthen, *Norsk Lovkommentar: Aksjeloven* note 661; Lowzow mfl. (1993) s. 186; Motsetningsvis Andenæs (2016) s. 133.

<sup>100</sup> Andenæs (2016) s. 133 med videre henvisninger.



berører «gyldigheten av stemmerettsavtaler», og at det må antas at en aksjeeier med bindende virkning kan «inngå avtale med andre om hvordan stemmeretten skal utøves».<sup>101</sup> I teorien er det også bred enighet om at aksjonærene gjennom avtale kan forplikte seg til å stemme på en bestemt måte overfor de øvrige aksjonærene eller andre tredjeparter.<sup>102</sup>

På denne bakgrunn er aksjelovens regler om aksjonærenes utøvelse av stemmerett ikke preseptoriske. Investorene i aktive eierfond kan derfor forplikte seg overfor forvalteren og øvrige investorer til å stemme for kapitalforhøyelser i tråd med eksempelvis forvaltningsteamets eller styrets forslag.

### **5.3 Adgangen for investorene til å forplikte seg overfor fondet til å tegne aksjer ved kapitalforhøyelser**

Forutsetningen i dette kapitlet er at den selskapsrettslige beslutningen om at det skal foretas en kapitalforhøyelse allerede foreligger eller vil bli fattet. Forvalteren har i den sammenheng også behov for å forplikte investorene til å delta i kapitalforhøyelsene ved at de benytter seg av tilbudet om å tegne aksjer.

Jeg behandler først spørsmålet om investorenes mulighet til å påta seg slike forpliktelser direkte overfor fondet. I punkt 5.4 vil jeg vurdere adgangen til å oppstille tilsvarende forpliktelser overfor forvalteren og de øvrige investorene. I likhet med spørsmålet om adgangen til å forplikte seg til å bidra til selskapsrettslige beslutninger må det skilles mellom binding *ex-post* og generell forhåndsbinding *ex-ante*.

Rettsgrunnlaget for tegning av aksjer ved kapitalforhøyelser er asl. § 10-7.<sup>103</sup> I første ledd er det bestemt at tegning av aksjer skjer i «protokollen for generalforsamlingen» dersom aksjetegningen skjer på generalforsamlingsmøtet, eller alternativt i et «dokument som gjengir beslutningen om kapitalforhøyelsen». Spørsmålet er dermed om formkravene i loven kan fravikes ved at investorene forplikter seg til å tegne aksjer gjennom tilslutning til aksjonæravtalen.

Det følger av asl. § 10-7 tredje ledd at tegning av aksjer på «annen måte enn det som er fastsatt i paragrafen her» verken er «bindende for selskapet eller tegneren». En naturlig forståelse av

---

<sup>101</sup> Ot.prp nr. 79 (1974-1975) s. 27 og 127.

<sup>102</sup> Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 5-3 første ledd punkt 1.3; Andenæs (2016) s. 59; Andenæs (2009) s. 8; Woxholth (2017) s. 188.

<sup>103</sup> Asl. § 10-18 gir asl. § 10-7 tilsvarende anvendelse og oppstiller langt på vei tilsvarende regler for aksjetegning etter beslutning fra styret med fullmakt fra generalforsamlingen.

ordlyden tilsier at formkravene fastsatt i bestemmelsen ikke kan fravikes, og at aksjetegninger som ikke følger disse formkravene, er ugyldige. Dette synes også å være lovgivers forutsetning ettersom bestemmelsen regulerer «hvordan aksjetegningen ved kapitalforhøyelse kan skje».<sup>104</sup> En klar lovtekst underbygget av forarbeidene tilsier derfor at formkravene for aksjetegning er ufravikelige.

Dersom dette er tilfellet, kan investorene kun forplikte seg til å tegne aksjer i den grad aksjonæravtalen overholder formkravene i loven. Begge de to tegningsformene oppstilt i loven forutsetter at det foreligger en beslutning fra det kompetente selskapsorganet, ettersom aksjetegningen enten må skje i «protokollen for generalforsamlingen» hvor beslutningen ble fattet eller i et dokument som «gjengir beslutningen». Dette er bare mulig når det faktisk foreligger en beslutning som oppfyller formkravene til en generalforsamling. Generalforsamlingen har ikke anledning til å forplikte en fremtidig generalforsamling, jf. punkt 5.2.2. Dersom man forsøker å forplikte seg til å tegne aksjer for et ubestemt antall fremtidige kapitalforhøyelser (*ex-ante*), eksisterer det ikke noen generalforsamlingsprotokoll hvor aksjetegningen kan tas inn eller en beslutning som kan gjengis. Det er derfor kun mulig å overholde lovens formkrav ved inngåelsen av en avtale som forplikter investorene til deltagelse i en konkret forestående emisjon (*ex-post*).

Standpunktet om at formkravene for aksjetegning er ufravikelige blir imidlertid utfordret i HR-2018-111-A (Ree Minerals). Spørsmålet i saken var om oversittelse av registreringsfristen for aksjetegning pga. betalingsmislighold hos aksjetegneren skulle medføre at aksjetegningen var avtalerettslig ugyldig, jf. asl. § 10-9 første ledd, jf. tredje ledd. For å vurdere betydningen av at aksjetegningen iht. asl. § 10-9 tredje ledd «ikke lenger er bindende», måtte Høyesterett først ta stilling til om det på et tidspunkt forelå en bindende aksjetegning.<sup>105</sup>

Twisten i saken stod mellom selskapet, Ree Minerals Holding AS (heretter «ReeM») og en av deres aksjonærer, Norman Finans AS (heretter «NF»)<sup>106</sup> I forbindelse med en forestående kapitalforhøyelse i ReeM inngikk NF en avtale hvor styrelederen i ReeM fikk en ugjenkallelig fullmakt som ga rett til å tegne aksjer ved den forestående kapitalforhøyelsen. Styret fattet deretter vedtak om kapitalforhøyelse og aksjene ble tegnet ved bruk av tegningsfullmakten.

---

<sup>104</sup> NOU 1996:3 s. 167.

<sup>105</sup> Se Høyesteretts problemformulering i avsnitt 36 hvor det oppstilles spørsmål om «[aksjonæren] har inngått en forpliktende avtale om å tegne aksjer i [selskapet]».

<sup>106</sup> Høyesterett gir en utførlig redegjørelse av saksforholdet i avsnitt 2-11.

Twisten oppstod imidlertid da NF ikke betalte, slik at selskapet ikke kunne registrere kapitalforhøyelsen innenfor registreringsfristen.

Ved sin innledende redegjørelse av de «karakteristiske trekk som er knyttet til aksjetegningen som rettshandel», uttalte førstvoterende i avsnitt 35 at hun «ikke [kan] se at det uten videre har betydning om aksjetegningen skjer i generalforsamlingsprotokollen, i et dokument som gjengir generalforsamlingens beslutning om kapitalforhøyelse, jf. asl. § 10-7 første ledd og asl. § 10-18, eller om aksjetegneren i forkant av emisjonen forplikter seg overfor selskapet til å tegne aksjer». Ved å vise til en mulig tegningsform som ikke følger av loven, gir Høyesterett uttrykk for at formkravene for aksjetegninger likevel ikke er ufravikelige. Dette følges videre opp i Høyesteretts drøftelse av om det er inngått en bindende avtale om aksjetegning i avsnitt 37 til 43. Her konkluderer førstvoterende tilsynelatende med at aksjetegningen var bindende for NF allerede da partene aksepterte vilkårene for fullmaktsavtalen, uten at lovens formkrav på dette tidspunktet var oppfylt.

Rekkevidden av uttalelsene er imidlertid usikre. For det første er det uklart om det i det hele tatt var nødvendig å avgjøre om aksjetegningen var bindende da fullmaktsavtalen ble akseptert. Aksjene ble uansett formelt tegnet ved bruk av fullmakten på et senere tidspunkt. Det er heller ikke åpenbart at Høyesterett la avgjørende vekt på forpliktelsestidspunktet. Selv om Høyesterett konkluderte med at det var inngått en bindende aksjetegningsavtale uten å trekke frem styrets bruk av tegningsfullmakten, drøftet de ikke bindingstidspunktet uttrykkelig.

For det andre avgrenser førstvoterende rekkevidden av uttalelsen ved å angi at det ikke «uten videre» er avgjørende hvordan aksjetegningen tar form. Dette tilsier at Høyesterett ikke mente å gi uttrykk for at aksjelovens formkrav generelt sett kan fravikes uten en nærmere vurdering.

Hensynene bak aksjelovens formkrav tilsier at disse ikke bør kunne fravikes fullt ut. Kravene om tilslutning fra et kvalifisert flertall av aksjonærene ved kapitalforhøyelsesbeslutninger (eller beslutninger om å gi styret fullmakt) skal ivareta hensynet til den enkelte aksjonæren. Aksjonærene risikerer blant annet å få svekket sin eierposisjon og sine eierrettigheter dersom de ikke tegner aksjer ved en kapitalforhøyelse.<sup>107</sup> Selv om problemstillingen omhandler adgangen for investorene til å forplikte seg til å tegne aksjer, er en aksjetegningsavtale gjensidig bebyrdende, og «selskapet er forpliktet til å sørge for at det blir opprettet en aksje».<sup>108</sup> Dersom

---

<sup>107</sup> Andenæs (2016) s. 504 og s. 510-511.

<sup>108</sup> HR-2018-111-A avsnitt 34, med henvisning til Aarbakke (1989) s. 335.

aksjelovens formkrav var fullt ut fravikelige, slik at det kunne inngås avtale med selskapet om et ubestemt antall fremtidige kapitalforhøyelser, ville det ikke være mulig at avtalen ble inngått etter beslutning fra et kompetent selskapsorgan. Dette er igjen en følge av at selskapet ikke kan binde selskapsorganenes fremtidige beslutningskompetanse, jf. punkt 5.2.2.

Høyesterettsavgjørelsen gjaldt et tilfelle hvor styret, som inngikk avtalen, hadde kompetanse til å vedta kapitalforhøyelsen.<sup>109</sup> I tillegg kunne aksepten av fullmaktsavtalen, som Høyesterett anså som en bindende aksjetegning, vært gjennomført i form av et styremøte som overholdt aksjelovens formkrav. For et slikt tilfelle åpner avgjørelsen for at formkravene for aksjetegning fravikes. Hensynet bak formkravene, utformingen av avgjørelsen og de spesielle saksforholdene tilsier imidlertid at dommen ikke gir grunnlag for å fravike lovens formkrav i øvrige tilfeller.

På bakgrunn av lovens (langt på vei) ufravikelige formkrav for aksjetegning ved kapitalforhøyelser, er det ikke adgang for aksjonærene til å forplikte seg overfor selskapet til å tegne seg for aksjer ved et ubestemt antall fremtidige kapitalforhøyelser. I teorien har både Woxholth og Knudsen – begge relativt kortfattet – tatt til orde for den samme løsningen.<sup>110</sup>

For en konkret forestående kapitalforhøyelse kan en aksjetegningsforpliktelse overfor selskapet oppstilles ved å følge lovens formkrav for aksjetegning, eller på samme måte som i HR-2018-111-A for tilfeller tilsvarende saksforholdet i dommen. For de aktive eierfondene gir en forpliktelse for investorene til å delta i konkret forestående kapitalforhøyelser ikke tilstrekkelig forutberegnelighet rundt fondets egenkapitalforhold. Det er derfor nødvendig å vurdere om investorene overfor forvalteren og de øvrige investorene kan forplikte seg til å delta i kapitalforhøyelser på en måte som dekker hele fondets levetid og hele det kommitterte beløpet.

## **5.4 Adgangen for investorene til å forplikte seg overfor forvalteren og øvrige investorer til å tegne aksjer ved kapitalforhøyelser**

### **5.4.1 Problemstillingen**

I likhet med punkt 5.3 er problemstillingen hvilken adgang investorene har til å forplikte seg til deltagelse i kapitalforhøyelser gjennom en aksjetegningsplikt, men denne gangen som en forpliktelse overfor forvalteren eller de øvrige investorene i fondet. I praksis utformes dette ofte som en fullmakt for forvalteren til å tegne aksjer på investorens vegne i bestemte tilfeller.

---

<sup>109</sup> Det var ikke omtvistet at styret hadde fullmakt til å vedta kapitalforhøyelsen, jf. asl. § 10-14, se HR-2018-111-A avsnitt 4.

<sup>110</sup> Woxholth (2017) s. 214; Knudsen (2009) s. 35.

Hvorvidt avtalen oppstiller en forpliktelse for investoren til å tegne aksjer eller er utformet som en ugjenkallelig fullmakt er uten betydning for gyldigheten av avtalen i denne sammenhengen.

#### 5.4.2 Forpliktelse til å tegne aksjer ved en konkret forestående kapitalforhøyelse (*ex-post*)

I lys av det som er sagt i punkt 5.3, er det få innvendinger mot at investorene forplikter seg overfor forvalteren eller de øvrige investorene til å delta i en konkret forestående kapitalforhøyelse. Hvorvidt en slik forpliktelse påtas overfor selskapet eller en av de øvrige aksjonærene, bør ikke være avgjørende.<sup>111</sup> I lys av de fremhevede forutberegnelighetsbehovene for forvalterne av aktive eierfond, er det interessante spørsmålet om det er adgang til å forplikte seg overfor selskapet til deltagelse i et ubestemt antall fremtidige kapitalforhøyelser.

#### 5.4.3 Forpliktelse til å tegne aksjer for et ubestemt antall fremtidige kapitalforhøyelser (*ex-ante*)

##### 5.4.3.1 Identifisering av rettsgrunnlag for aksjonærrettighetene som reguleres

Det er i utgangspunktet ikke én konkret bestemmelse som utgjør rettsgrunnlaget for at aksjonærer ikke er forpliktet til å delta i fremtidige kapitalforhøyelser. Det er derfor nødvendig å identifisere hvilke regler som fravikes gjennom en slik forpliktelse, for så å vurdere om disse reglene er fravikelige. Et naturlig utgangspunkt vil være reglene som ble trukket frem i den innledende redegjørelsen av aksjeloven som mulig grunnlag for investorenes innskuddsplikt (se punkt 3.2).

##### 5.4.3.2 Den aksjeselskapsrettslige ansvarsbegrensningen – asl. § 1-2 andre ledd

Fraværet av aksjonærenes forpliktelse til å tegne seg for aksjer ved kapitalforhøyelser følger blant annet av det aksjeselskapsrettslige prinsippet om aksjonærenes begrensede ansvar. Ansvarsbegrensningen utgjør ett av vilkårene for anvendelse av aksjeloven. Etter asl. § 1-1 andre ledd, jf. første ledd er et «aksjeselskap» definert som ethvert selskap hvor «ikke noen av deltakerne har personlig ansvar for selskapets forpliktelser, udelt eller for deler som til sammen utgjør selskapets samlede forpliktelser». Kjernen av ordlyden er at aksjonærene som deltakere i aksjeselskapet, ikke har et ubegrenset og personlig ansvar for selskapets forpliktelser. Dersom investorene forplikter seg til å tegne aksjer ved fremtidige kapitalforhøyelser tilsvarende beløpet de har kommittert seg for, har de fremdeles et begrenset ansvar. Ansvar er da begrenset til aksjeinnskuddet med tillegg av den utestående delen av det kommitterte beløpet. Ettersom

---

<sup>111</sup> Se Woxholth (2017) s. 200, jf. s. 199 som anvender tilsvarende «fra det mer til det mindre-betraktninger» for spørsmålet om adgangen til å binde minoritets og individualrettigheter overfor andre enn selskapet.

ansvaret i slike tilfeller ikke er ubegrenset og personlig, er aksjetegningsplikten heller ikke i strid med vilkåret for å utgjøre et «aksjeselskap», jf. asl. § 1-1 andre ledd, jf. første ledd.<sup>112</sup>

Innholdet av ansvarsbegrensningen er nærmere presisert i asl. § 1-2 første og andre ledd. Første ledd fastslår at «aksjeeierne hefter ikke overfor kreditorene for selskapets forpliktelser». Etter en naturlig forståelse må selskapskreditorene nøye seg med å ta beslag i selskapets eiendeler når de søker dekning for sine krav mot selskapet.<sup>113</sup> Bestemmelsen fastslår dermed mye av det samme som ligger i lovens inngangsvilkår om aksjonærenes begrensede ansvar. I samsvar med det som ble sagt i avsnittet over, er det ikke denne siden av ansvarsbegrensningen som fravikes dersom investorene forplikter seg til aksjetegning ved kapitalforhøyelser.

Av større interesse er asl. § 1-2 andre ledd, som bestemmer at aksjonærene «plikter ikke å gjøre innskudd i selskapet» i «større utstrekning enn det som følger av grunnlaget for aksjetegningen». Ordlyden tilsier entydig at aksjonæren ikke har en plikt til å skyte inn kapital i selskapet. Bestemmelsen fravikes følgelig dersom det avtales en forpliktelse for aksjonæren til å tegne aksjer. Spørsmålet er derfor om regelen kan fravikes i avtale mellom aksjonærene.

Lovteksten presiserer som nevnt at en innskuddsplikt kan følge av «grunnlaget for aksjetegningen», noe som etter en naturlig forståelse retter seg mot stiftelsesdokumentet, jf. asl. § 2-1 eller tegningsinnbydelsen ved kapitalforhøyelser, jf. asl. § 10-1. Ordlyden tilsier dermed at det ikke er anledning til å påta seg en generell plikt overfor selskapet til å skyte inn kapital gjennom aksjonæravtaler.<sup>114</sup>

Ordlyden kan muligens også tas til inntekt for at aksjonærene aldri er forpliktet til å gjøre innskudd i selskapet, verken overfor selskapet eller andre, når dette ikke skjer som anvist i loven. Dette innebærer i så fall at regelen er preseptorisk, og at en generell innskuddsplikt for et ubestemt antall fremtidige kapitalforhøyelser ikke kan avtales med de øvrige aksjonærene. Slutningen er imidlertid uklar, og en naturlig lesning av lovteksten stenger i alle fall ikke uttrykkelig for en slik avtaleregulering. Lovteksten alene kan derfor ikke avgjøre tolkningsspørsmålet.

---

<sup>112</sup> I tråd med denne oppfatningen uttaler Andenæs, «[u]tenfor aksjeselskapsloven kommer man først når deltakerne svarer for selskapets forpliktelser i sin alminnelighet», se. Andenæs (2016) s. 20.

<sup>113</sup> Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 1-2 første ledd punkt 1.1.

<sup>114</sup> Tilsvarende konklusjonen i punkt 5.3.

Bestemmelsen ble innført ved den nåværende aksjeloven som en kodifisering av en grunnleggende aksjeselskapsrettslig regel.<sup>115</sup> Verken forarbeidene til nåværende eller tidligere aksjelovgivning inneholder en uttrykkelig vurdering av om ansvarsbegrensningen kan fravikes ved en avtalefestet plikt til aksjetegning ved kapitalforhøyelser. I forbindelse med en endring av aksjelovens erstatningsregel kom Justisdepartementet imidlertid med noen relevante betraktninger. Adgangen til å kreve erstatning fra aksjonærene etter asl. § 17-1 utgjør et lovfestet unntak fra prinsippet om aksjonærenes begrensede ansvar. I denne sammenheng uttalte departementet at «prinsippet betyr likevel ikke at ikke aksjeeierne kan bli ansvarlige på annet grunnlag». Dette eksemplifiseres med at en aksjonær kan «bli ansvarlig overfor selskapets kreditorer utover innskuddsforpliktelsen på kontraktsrettslig grunnlag, for eksempel gjennom en garanti eller liknende».<sup>116</sup>

En mulig slutning fra den første delen av uttalelsen er at departementet mener det i vid utstrekning er adgang til å fravike prinsippet om aksjeeiernes begrensede ansvar. Gjennom eksemplifiseringen hjemler riktignok departementet at unntak fra prinsippet kan være avtalefestede. Likevel er det prinsipielle forskjeller mellom å stille garanti for selskapets forpliktelser overfor en kreditor og å forplikte seg overfor en medaksjonær til å tegne aksjer i selskapet ved fremtidige kapitalforhøyelser. Det er ingen automatikk i at lovgiver også mente å åpne for denne typen unntak fra ansvarsbegrensningen når dette ikke er trukket frem. Slutningen fra departementets uttalelse sett under ett, er dermed mindre sikker enn først antydnet.

Problemstillingen er heller ikke behandlet av Høyesterett eller i underrettspraksis jeg kjenner til. For å avgjøre om ansvarsbegrensningen kan fravikes i avtale mellom aksjonærene, er det derfor avgjørende å klarlegge hva som er formålet med regelen og hvilke hensyn den søker å ivareta.

I Rt. 2010 s. 306 (Hempel) uttalte Høyesterett at «[a]ksjeeiernes begrensede ansvar for selskapets forpliktelser er et grunnleggende aksjerettslig prinsipp av stor samfunnsmessig betydning, blant annet for å stimulere til etablering av risikofylt virksomhet».<sup>117</sup> Høyesterett slår dermed fast at hovedformålet med ansvarsbegrensningen er å avgrense den økonomiske risikoen ved aksjeeierskap, til tross for at virksomheten aksjeselskapet bedriver i seg selv kan

---

<sup>115</sup> NOU 1996:3 s. 101; Ot.prp nr. 23 (1996-1997) s. 128.

<sup>116</sup> Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 112.

<sup>117</sup> Rt. 2010 s. 306, avsnitt 69.

være økonomisk risikofylt. Dette skal bidra til investeringsvilje i samfunnet, og dermed gi en positiv innvirkning på samfunnsøkonomien.<sup>118</sup>

Ansvarsbegrensningens formål er følgelig å ivareta samfunnsøkonomiske hensyn ved å stimulere til økonomisk aktivitet og investeringer, i tillegg til å ivareta hensynet til den enkelte aksjonæren som får begrenset sitt økonomisk ansvar ved aksjeeierskapet. En avtale som forplikter aksjonæren til å skyte inn kapital i selskapet ved å tegne aksjer ved kapitalforhøyelser, gjør primært inngrep i den enkelte aksjonærens interesser. Aksjonæravtaler er i utgangspunktet kun bindende for avtalens parter.<sup>119</sup> Dermed er det opp til den enkelte aksjonæren om man ønsker å påta seg et større ansvar enn aksjelovens utgangspunkt. Muligheten til å forplikte seg til aksjetegning ved fremtidige kapitalforhøyelser går følgelig ikke ut over de grunnleggende samfunnshensyn ansvarsbegrensningen skal ivareta.

Samtidig er det et stort praktisk behov for slike avtaler. Forutsigbarhet rundt fremtidige kontantstrømmer er en nødvendig forutsetning i mange selskaper. Dette gjelder særlig selskaper som ønsker å vokse gjennom investeringer eller utvidelse av virksomheten. Samfunnshensynene ansvarsbegrensningen ivaretar, fremmes derfor faktisk på en bedre måte dersom regelen kan fravikes gjennom slike avtaler.

I teorien er det også konsensus om at ansvarsbegrensningen ikke er til hinder for slike avtaler. Om den konkrete problemstillingen uttaler Woxholth blant annet at, «det som utgangspunkt [må] være adgang til slik avtalerettslig binding».<sup>120</sup> Standpunktet blir imidlertid ikke begrunnet utover at aksjonærfelleskapet kan ha «adskillig interesse i gjensidig å binde seg til deltagelse i fremtidige emisjoner». Mer generelt legger Aarbakke mfl. til grunn at «de prinsipper som er slått fast i asl. § 1-2, kan også selvsagt fravikes ved avtale».<sup>121</sup> Andenæs uttaler på sin side mer spesifikt at «[a]ntakelig er det heller ikke noe i veien for at aksjonærene begrenser sitt ansvar overfor kreditorene og i aksjeselskapslovens forstand, samtidig som de internt har en videregående plikt til å dekke selskapets løpende utgifter, investeringsbehov mv».<sup>122</sup>

Ingen av de nevnte forfatterne går nærmere inn på argumentasjonen for standpunktene sine. Dette reduserer i utgangspunktet vekten av uttalelsene. Oppfatningen om at

---

<sup>118</sup> Bråthen (2019) s. 60; Buskerud Christoffersen (2019) s. 48; Gjems-Onstad (2013) s. 31; Woxholth, G. (2014) s. 25.

<sup>119</sup> Se punkt 4.4 med videre henvisninger.

<sup>120</sup> Woxholth (2017) s. 214.

<sup>121</sup> Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 1-2 andre ledd punkt 2.3.

<sup>122</sup> Andenæs (2016) s. 20.



ansvarsbegrensningene kan fravikes er imidlertid samstemt, noe som viser seg i praksis ved at slike avtalebestemmelser er vanlige å finne i aksjonæravtaler.<sup>123</sup> Dette kan være et uttrykk for at rettsoppfatningen har festnet seg, og at løsningen dermed bidrar til forutberegnelighet for rettsanvendere som har innrettet seg etter at dette er gjeldende rett.<sup>124</sup>

Til tross for fraværet av klare tolkningsbidrag i autoritative rettskilder, tilsier det samlede rettskildebildet at den aksjeselskapsrettslige ansvarsbegrensningen nedfelt i asl. § 1-2 andre ledd kan fravikes ved at aksjonærene forplikter seg overfor de øvrige aksjonærene til å tegne seg for aksjer ved fremtidige kapitalforhøyelser.

#### 5.4.3.3 Krav om tilslutning fra samtlige aksjonærer ved beslutninger som innebærer at aksjonærenes forpliktelse overfor selskapet økes – asl. § 5-20 første ledd nr. 1

En annen regel som berøres dersom investorene forplikter seg til å tegne aksjer ved fremtidige kapitalforhøyelser, er aksjeeiernes individuelle vetorett etter asl. § 5-20 første ledd nr. 1. Etter bestemmelsen kreves det «tilslutning fra samtlige aksjeeiere» for å fatte en «beslutning» som innebærer at «aksjeeiernes forpliktelser i forhold til selskapet økes».

Når selskapet fatter beslutning om å foreta en kapitalforhøyelse som investorene har forpliktet seg til å delta i, innebærer det at investorenes forpliktelse overfor selskapet økes. Avtalen forutsetter dermed at investorene også forplikter seg til å avstå fra retten til å nedlegge veto mot slike beslutninger. Spørsmålet er om regelen kan fravikes av investoren i avtale med forvalteren og de øvrige investorene i fondet.

Lovteksten angir utelukkende at aksjonærene må gi «tilslutning» til slike beslutninger, uten at det oppstilles noen formkrav. En naturlig forståelse av ordlyden tilsier dermed at aksjonærens samtykke kan gis formfritt, også utenfor generalforsamlingen.<sup>125</sup> Lovteksten oppstiller heller ikke noe krav om hvem aksjonæren skal gi sin tilslutning til. Riktignok er kjernen av vilkåret etter en naturlig språklig forståelse, at tilslutningen gis direkte til selskapet gjennom deres representanter. Likevel er det ingen holdepunkter i lovteksten for at dette er et absolutt krav, noe som tilsier at det også er anledning til å samtykke overfor andre, eksempelvis de øvrige

---

<sup>123</sup> Andenæs (2016) s. 20.

<sup>124</sup> Se Høyesteretts tilsvarende vekting av juridisk litteratur som rettskilde i HR-2021-2248-A, avsnitt 62.

<sup>125</sup> Tilsvarende tolkning av ordlyden er lagt til grunn av Andenæs (2016) s. 304; Bråthen, *Norsk Lovkommentar: Aksjeloven*, note 868; Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 5-20 første ledd punkt 1.1.

aksjonærene.<sup>126</sup> Selv om lovteksten på dette grunnlaget kan tas til inntekt for at bestemmelsen er fravikelig, er det i mangel av klare tolkningsbidrag nødvendig å se hen til øvrige rettskilder.

Problemstillingen er ikke behandlet i forarbeidene, og jeg kjenner ikke til noen avgjørende rettspraksis om spørsmålet.<sup>127</sup> Som ved tolkningen av ansvarsbegrensningen er det derfor sentralt å klarlegge formålet med regelen og de hensyn den søker å ivareta. Før jeg går nærmere inn på relevante hensyns- og formålsbetraktninger, vil jeg trekke frem noe av det som er skrevet om spørsmålet i teorien.

Andenæs uttaler at «[b]estemmelsen gjelder dog ikke når medlemmene i tegningsgrunnlaget eller på annen måte på forhånd må anses for å ha påtatt seg en plikt til å yte tilskudd mv. etter hvert som det trengs.»<sup>128</sup> Hva Andenæs mener med at «bestemmelsen gjelder dog ikke [...]» er noe uklart. Som nevnt kommer bestemmelsen til anvendelse ved selskapets beslutninger om kapitalforhøyelser aksjonærene er forpliktet til å delta i. En naturlig lesning av Andenæs er da at det er adgang til å binde vetoretten for slike tilfeller, og at bestemmelsen ikke er ufravikelig eller utgjør en begrensning i avtalefriheten. Standpunktet er imidlertid ikke begrunnet i noen nærmere analyse av reglene, og har i seg selv begrenset vekt.

I lovkommentaren inntar Aarbakke mfl. tilsvarende standpunkt. Om vetoretten skriver de at «[e]n aksjeeier kan imidlertid ved avtale med de andre aksjeeierne eller med selskapet ha forpliktet seg til å foreta slike ytelser overfor selskapet».<sup>129</sup> I likhet med Andenæs er begrunnelsen fraværende, men standpunktet er i større grad uttrykt i klartekst, slik at meningsinnholdet ikke er tvilsomt.

Lowzow mfl. er på motsatt side mer tilbakeholdene. I en noe kortfattet og generell vurdering legger de til grunn at «[m]inoritetsrettigheter kan i utgangspunktet ikke frafalles eller svekkes gjennom en aksjonæravtale» og presiserer videre at «[e]n type minoritetsrettigheter som ikke kan fravikes i avtalen, er bestemmelser i aksjeloven som gir den enkelte aksjeeier særlige rettigheter. Dette er [...] [blant annet] § 9-15 første ledd<sup>[130]</sup> om beslutninger som krever tilslutning fra samtlige aksjeeiere».<sup>131</sup> Selv om standpunktet ikke begrunnes, illustrerer utdraget

---

<sup>126</sup> I samme retning se Woxholth (2017) s. 200.

<sup>127</sup> Dette var også status da Woxholth vurderte problemstillingen i Woxholth (2017) s. 201.

<sup>128</sup> Andenæs (2016) s. 305.

<sup>129</sup> Aarbakke mfl. (2020) til asl. § 5-20 første ledd nr. 1.

<sup>130</sup> Lov 04. Juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper § 9-15 første ledd som Lowzow omtaler, svarer til den nåværende asl. § 5-20 første ledd, jf. NOU 1996:3 s. 133.

<sup>131</sup> Lowzow mfl. (1993) s. 37.

en sprikende oppfatning i teorien. Det kan derfor vanskelig sies å gjelde en festnet oppfatning om at bestemmelsen kan fravikes. Den rettskildemessige vekten av teorien rundt spørsmålet ligger derfor først og fremst i kvaliteten av argumentasjonen – som for de nevnte utdragene er svært kortfattet eller ikke-eksisterende.

Woxholth drøfter problemstillingen generelt og relativt omfattende på typetilfellenivå i *Aksjonæravtaler*. Han konkluderer på samme måte som Andenæs og Aarbakke mfl. med at «aksjonærene, gjennom avtale med andre enn selskapet, kan binde sin fremtidige utøvelse av minoritets- og individualrettigheter» overfor øvrige aksjonærer, og at individualrettighetene dermed stort sett er fravikelige.<sup>132</sup> Av større interesse enn den generelle konklusjonen er Woxholths drøftelser av formålet og hensynene bak minoritets- og individualrettighetene. I den grad hans generelle betraktninger gjør seg gjeldende ved drøftelsen av formålet og hensynene bak asl. § 5-20 første ledd nr. 1, utgjør disse en positiv forankring til reglens formål og de bakenforliggende hensyn som normalt må utpensles gjennom brede vurderinger.

Formålet med vetoregelen ligner i stor grad formålet bak ansvarsbegrensningen i asl. § 1-2 andre ledd. Regelen skal hindre at den enkelte aksjonær får større forpliktelser overfor selskapet enn de som følger av aksjekjøpet eller senere aksjetegning. Etersom bestemmelsen er rettet mot den enkelte aksjonær, synes det først og fremst å være aksjonærens egne interesser som skal ivaretas, noe som tilsier at regelen kan fravikes ved avtale.

Det kan imidlertid argumenteres for at bestemmelsen også skal ivareta bredere samfunnsmessige interesser. Illustrerende for et slikt synspunkt er den svenske høyesterettsdommen NJA 2011 s. 429. Dommen omhandler riktignok ikke en minoritetsrettighet, men rettigheten for en majoritetsaksjonær med 90% eierskap i et selskap til å innløse minoritetsaksjonærene.<sup>133</sup> Denne rettigheten ble fraveket i aksjonæravtale mellom to aksjonærer i et selskap. Högsta domstolen konkluderte med at den svenske bestemmelsen var ufravikelig, og begrunnet dette med at regelen skulle «att underlätta fusioner, behovet av ett minoritetsskydd och allmänintresset av rationella ägarförhållanden inom näringslivet» (min understreking).<sup>134</sup>

---

<sup>132</sup> Woxholth (2017) s. 210.

<sup>133</sup> Regelen svarer til asl. § 4-26 i norsk rett.

<sup>134</sup> NJA 2011 s. 429 HD, avsnitt 14.

Slik Woxholth bemerker, har avgjørelsen ikke vekt som en autoritativ rettskilde i norsk rett.<sup>135</sup> Dommen illustrerer likevel at majoritetsrettighetene – og tilsvarende minoritetsrettighetene – i aksjeloven ofte skal ivareta bredere samfunnsmessige hensyn i tillegg til hensynet til minoriteten (eller majoriteten), og at disse interessene kan være så fremtredende at reglene er ufravikelige. En slik innvending kan imidlertid rettes mot hele aksjeselskapsinstituttet. Eksempelvis skal flertallsprinsippet gjøre det mer attraktivt for små aksjonærer å eie aksjer, som igjen fremmer samfunnsøkonomiske hensyn, uten at dette er til hinder for å binde stemmeretten, jf. konklusjonen i punkt 5.2.3.3. Det kan heller ikke påpekes konkrete tredjepartsinteresser som ivaretas av vetoregelen etter asl. § 5-20 første ledd nr. 1. Eksempelvis påvirkes verken interessene til selskapets kreditorer eller ansatte i selskapet negativt av at aksjonærene sier fra seg retten til å nedlegge veto mot at deres forpliktelser overfor selskapet økes.

Slutningen er dermed at regelen primært ivaretar hensynet til den enkelte aksjonæren. Som nevnt er dette et tungtveiende argument for at bestemmelsen kan fravikes. Et spørsmål som oppstår i den sammenheng er om vetoretten er så grunnleggende at den likevel begrenser rekkevidden av avtalefriheten til den enkelte aksjonær.<sup>136</sup> Spørsmålet er altså om vetoretten etter asl. § 5-20 første ledd nr. 1 også skal verne aksjonærene mot egne avtalerettslige disposisjoner.

Slike begrensninger i avtalefriheten eksisterer i vid utstrekning på forbrukerrettens område, men er uvanlig i kommersielle avtaleforhold.<sup>137</sup> Som Woxholth påpeker, kan en slik begrensning i avtalefriheten begrunnes med at det er vanskelig for aksjonærene å forutse hvilke situasjoner som kan oppstå i selskapet fremover i tid. Dermed kan aksjonæren overse konsekvensene av egne disposisjoner.<sup>138</sup> Eksempelvis kan det være uheldig dersom aksjonærene gir et ubetinget avkall på vetoretten. Et ubetinget avkall kan i prinsippet innebære at majoritetseierne av selskapet pålegger en minoritet å skyte inn langt større beløp i selskapet enn det aksjonæren så for seg på disposisjonstidspunktet. Dette kan i utgangspunktet tilsi at vetoretten ikke kan fravikes fullstendig og ubetinget.

---

<sup>135</sup> Woxholth (2017) s. 203.

<sup>136</sup> Woxholth (2017) s. 208.

<sup>137</sup> Se eksempelvis lov 21. juni 2002 nr. 34 om forbrukerkjøp (Forbrukerkjøpsloven - fkjl.) § 3 og lov 16. juni 1989 nr. 63 om håndverkertjenester m.m. for forbrukere (Håndverkertjenesteloven -hvtjl.) § 3.

<sup>138</sup> Woxholth (2017) s. 209.

Dersom avkallet på individualrettigheten er forholdsvis konkret angitt og avkallet er gitt en ytre begrensning, er behovet for å begrense aksjonærens avtalefrihet av hensyn til seg selv mindre tydelig.<sup>139</sup> Dette kommer av at aksjonæren i så fall har gode forutsetninger for å forstå rekkevidden og mulige konsekvenser av avkallet. Investorene i aktive eierfond som gir avkall på vetoretten etter asl. § 5-20 første ledd nr. 1, vil i et hvert tilfelle både konkretisere og begrense hvilken grad deres forpliktelser overfor selskapet kan økes. Den kvantitative begrensningen er beløpet investorene har kommittert seg for i fondet, og i tid er avkallet begrenset til fondets levetid. For denne typen avtaler taler derfor ikke hensynet til å beskytte aksjonæren mot egne disposisjoner med særlig tyngde for at bestemmelsen er ufravikelig – uavhengig av om det er tilstrekkelig rettskildemessige holdepunkter for å oppstille en slik begrensning i avtalefriheten.

Samtidig er det åpenbart et praktisk behov for å fravike vetoretten gjennom avtaler for å oppnå nødvendig fleksibilitet og forutsigbarhet i enkelte selskapsforhold. De aktive eierfondene er et godt eksempel på dette. Avtalene inngås av profesjonelle parter, er gjensidige og gir som regel minoritetsaksjonærene en bedre posisjon i selskapet enn de ville hatt uten avtalen.<sup>140</sup> For de aktive eierfondene er det vanskelig å se for seg at selskapet i det hele tatt hadde eksistert uten slike avtalebestemmelser.

Samlet sett tilsier en åpent utformet ordlyd og hensynene regelen skal ivareta, at vetoretten etter asl. § 5-20 nr. 1 kan fravikes i avtale med de øvrige aksjonærene i selskapet når avkallet er begrenset til beløpet investorene har kommittert seg til og kun skal gjelde i fondets levetid.

Dermed ser vi at de konkrete reglene i aksjeloven som fravikes ved å forplikte investorene i aktive eierfond til å tegne seg for aksjer ved fremtidige kapitalforhøyelser ikke er ufravikelig og følgelig kan fravikes i avtale med forvalteren og de øvrige investorene.

---

<sup>139</sup> Se Woxholth (2017) s. 210.

<sup>140</sup> Tilsvarende Woxholth (2017) s. 209.

## 5.5 Konklusjon

Konklusjonene på de ulike delspørsmålene jeg har behandlet i kapittel 5 kan sammenfattes punktvis på denne måten:

Investorene kan forplikte seg til å bidra til den selskapsrettslige beslutningen om kapitalforhøyelser overfor de øvrige aksjonærene for et ubestemt antall fremtidige tilfeller. Overfor selskapet kan investorene kun forplikte seg til å stemme for en konkret forestående kapitalforhøyelse. Selskapet kan ikke forplikte selskapsorganene til å fatte beslutning om fremtidige kapitalforhøyelser.

Investorene kan kun forplikte seg til å tegne aksjer overfor selskapet for konkret forestående kapitalforhøyelser (binding *ex-post*).

Investorene kan forplikte seg til å tegne aksjer overfor de øvrige aksjonærene for et ubestemt antall fremtidige kapitalforhøyelser (binding *ex-ante*).

Ved å kombinere en forpliktelse for investorene til å stemme for kapitalforhøyelser, med en forpliktelse til å tegne aksjer, overfor forvalteren og de øvrige investorene oppnår aktørene i de aktive eierfondene i utgangspunktet tilstrekkelig forutberegnelighet rundt egenkapitalforholdene i fondet.

## **6. Mislighold av en avtalefestet forpliktelse til å skyte inn kapital i fondet**

### **6.1 Problemstillingen**

Forutsetningen er i det følgende at det foreligger en gyldig aksjonæravtale som binder investorene overfor de øvrige aksjonærene til å bidra til de selskapsrettslige beslutningene om kapitalforhøyelser (punkt 5.2.3.2) og til å tegne seg for aksjer ved slike kapitalforhøyelser (punkt 5.4.3) inntil hele det kommitterte beløpet er skutt inn i fondet.

I de fleste tilfeller overholder investorene disse forpliktelsene, og fondet kan foreta sine planlagte investeringer. Dersom partene oppfyller avtalens meningsinnhold av «egen fri vilje» aktualiseres heller ikke spørsmålet om avtalens gyldighet. Det er først når investorene misligholder sine forpliktelser at problemstillingen settes på spissen.<sup>141</sup> Dersom den berettigede etter avtalen (primært forvaltningsteamet) ikke kan håndheve avtalen på en effektiv måte, gir det liten selvstendig verdi at avtalen isolert sett er gyldig. Problemstillingen er derfor hvilke misligholdsbeføyelser de berettigede etter slike avtaler kan påberope seg ved motpartens mislighold.

Adgangen til å håndheve mislighold av en forpliktelse til å bidra til den selskapsrettslige beslutningen om en kapitalforhøyelse (i dette kapitlet omtalt som «stemmerettsforpliktelsen») samsvarer ikke nødvendigvis med adgangen til å håndheve mislighold av investorenes plikt til å tegne aksjer ved besluttede kapitalforhøyelser (i dette kapitlet omtalt som «tegningsforpliktelsen»). I oppgaven vil jeg rette fokuset mot den sistnevnte problemstillingen. Avgrensningen er begrunnet av hensyn til oppgavens omfang og med at en selvstendig håndheving av stemmerettsforpliktelsen har begrenset betydning for forvalteren dersom tegningsforpliktelsen ikke kan håndheves.<sup>142</sup>

Rettsvirkningene av en misligholdt tegningsforpliktelse kan reguleres av partene i fondsavtaleverket eller følge av bakgrunnsretten. For å klarlegge behovet for avtaleregulerte misligholdsbeføyelser, vil jeg først analysere hvilke misligholdsbeføyelser fondsforvalteren kan påberope seg etter bakgrunnsretten. Jeg vil i den sammenheng også vurdere rettslige og kommersielle utfordringer ved utøvelsen av disse rettighetene. I den grad

---

<sup>141</sup> Woxholth (2017) s. 256.

<sup>142</sup> Se Woxholth (2017) s. 257 flg. og s. 290 flg. for en utførlig gjennomgang av mulighetene til å håndheve mislighold av stemmerettsavtaler.

misligholdsbeføyelsene hjemlet i bakgrunnsretten ikke gir et tilstrekkelig vern, vil jeg analysere hvilke misligholdsbeføyelser partene kan og bør avtale.

Jeg avgrensner oppgaven mot en drøftelse av selskapsrettslige misligholdsbeføyelser ettersom disse er mindre praktiske å påberope for forvalterne av aktive eierfond.<sup>143</sup>

## **6.2 Misligholdsbeføyelser med grunnlag i bakgrunnsretten (obligasjonsrettslige regler)**

### 6.2.1 Naturaloppfyllelse

Aksjonæravtaler som avtaletype er ikke regulert i noen spesiell kontraktsrettslig lovgivning. Dersom partene ikke har avtaleregulert misligholdsbeføyelser i aksjonæravtalen, er rettsgrunnlaget for forvalterens rettslige reaksjoner mot investorens mislighold derfor ulovfestede obligasjonsrettslige regler og prinsipper.<sup>144</sup>

Den obligasjonsrettslige hovedregelen er at partene i en avtale kan kreve avtalen oppfylt etter sitt innhold dersom motparten ikke leverer ytelsen. Dette kalles gjerne oppfyllelse *in natura* eller naturaloppfyllelse. Regelen er nedfelt i diverse kontraktsrettslige lovregler som enkeltstående utslag av et alminnelig obligasjonsrettslig prinsipp.<sup>145</sup> Det må imidlertid vurderes om særlige hensyn gjør seg gjeldende ved krav om gjennomføring av en tegningsforpliktelse, slik at retten til å kreve naturaloppfyllelse likevel ikke gjelder i slike tilfeller.

En aksjetegningsforpliktelse har enkelte særpreg sammenlignet med avtaler om kjøp av ting eller tjenester, som er kjernen av de lovregulerte kontraktstypene. I motsetning til et alminnelig kjøpsforhold, betinger en slik avtale at en tredjepart, selskapet, involveres i gjennomføringen av avtalen. Dette fordi plikten til å tegne aksjer ikke kan fullbyrdes uten en forutgående selskapsrettslig beslutning.

Spørsmålet om det kan kreves naturaloppfyllelse av slike avtaler har ikke vært behandlet av Høyesterett. Den tidligere nevnte HR-2018-111-A gir likevel en viss veiledning.<sup>146</sup> Et av spørsmålene i saken var om ReeM kunne kreve naturaloppfyllelse av NFs innskuddsplikt.<sup>147</sup> Selv om Høyesterett av prosessuelle grunner ikke kunne gi realitetsavgjørelse for kravet om

---

<sup>143</sup> Se Normann (2009) s. 49 flg. som drøfter adgangen til å kreve innløsning etter asl. § 4-26 og utløsning etter asl. § 4-25 ved mislighold av aksjonæravtaler.

<sup>144</sup> Monsen (2012b) s. 329.

<sup>145</sup> Se eksempelvis lov 13. mai 1988 nr. 27 om kjøp (Kjøpsloven - kjl) § 23, fkjl. § 21 og hvtjl. § 14.

<sup>146</sup> Se punkt 5.3 om saksforholdet avgjørelsen bygger på.

<sup>147</sup> HR-2018-111-A, avsnitt 58-62.



naturaloppfyllelse, gikk førstvoterende relativt langt i sine generelle betraktninger rundt problemstillingen.

I avsnitt 62 uttaler førstvoterende at hun ikke kunne se at «aksjeloven § 10-9 tredje ledd er til hinder for naturaloppfyllelse i et tilfelle som her». Høyesterett gir altså klart uttrykk for at det i den aktuelle saken ville vært anledning til å kreve naturaloppfyllelse. Det er imidlertid enkelte sentrale forskjeller mellom saksforholdet dommen bygger på og forutsetningene for min problemstilling. Spørsmålet i dommen gjaldt en ren pengeforpliktelse for aksjonæren, NF overfor selskapet hvor de hadde tegnet aksjer. Dette ble også trukket frem i førstvoterendes utpensling av rettsgrunnlaget for rettigheten til å kreve naturaloppfyllelse i avsnitt 60.<sup>148</sup> Min problemstilling gjelder ikke en pengeforpliktelse overfor selskapet, men en forpliktelse overfor de øvrige aksjonærene til å tegne aksjer i selskapet. Isolert tilsier disse forskjellene at uttalelsene har begrenset overføringsverdi.

Til tross for ulikhetene er det likevel noen vesentlige forutsetninger som er felles for de to situasjonene. I begge tilfeller er forutsetningen for mislighold at det foreligger en selskapsrettslig beslutning om kapitalforhøyelse. På grunn av reglene om maksimal tegningsfrist i asl. § 10-1 andre ledd nr. 5 og fristen for registrering av kapitalforhøyelser i foretaksregisteret ifølge asl. § 10-9 første ledd er det for begge problemstillingene som regel nødvendig med en ny selskapsrettslig beslutning for å gjennomføre den misligholdte forpliktelsen.<sup>149</sup> Uavhengig av om det er selskapet eller en tredjepart som er berettiget, er dette en beslutning som ikke kan tas selvstendig av vedkommende, ettersom verken selskapet eller aksjonærene kan binde generalforsamlingens eller styrets beslutningskompetanse. At kravet om naturaloppfyllelse forutsetter en selskapsrettslig beslutning som ikke kan bindes av den berettigede, ble ikke ansett som problematisk av Høyesterett.<sup>150</sup> Det ble heller ikke vurdert som problematisk at oppfyllelse av pengeforpliktelsen faktisk betinget en ny aksjetegning av NF. På denne bakgrunn er forskjellen mellom tilfellene ikke nødvendigvis avgjørende. Dette tilsier at uttalelsen har en viss overføringsverdi til problemstillingen jeg behandler. Den

---

<sup>148</sup> For pengeforpliktelser er retten til naturaloppfyllelse i utgangspunktet en unntaksfri hovedregel, jf. eksempelvis kjl. § 52 første ledd.

<sup>149</sup> Asl. § 10-1 andre ledd nr. 5 bestemmer at generalforsamlingens beslutning om kapitalforhøyelse skal angi «fristen for å tegne aksjene» og at denne «ikke kan være lenger enn tre måneder» fra beslutningstidspunktet; Asl. § 10-9 første ledd bestemmer at kapitalforhøyelsen skal meldes til foretaksregisteret «innen tre måneder etter tegningsfristens utløp» sammenholdt med tredje ledd som fastslår at registrering «ikke [kan] finne sted» dersom fristen ikke blir overholdt.

<sup>150</sup> HR-2018-111-A, avsnitt 62.

rettskildemessige vekten av uttalelsen er imidlertid noe redusert ettersom den ikke var nødvendig for realitetene i dommen, men kun en generell uttalelse.<sup>151</sup>

Samlet sett er det gode grunner som taler for at det skal være adgang til å kreve naturaloppfyllelse ved mislighold av en tegningsforpliktelse. Likevel er det ingen autoritative rettskilder som bekrefter en slik materiell rettighet, slik at det fremdeles foreligger en usikkerhet rundt rettstilstanden.<sup>152</sup> I lys av det store behovet for forutberegnelighet og forutsigbarhet for aktørene i aktive eierfond, synes det derfor å være lite tilfredsstillende å belage seg på en – uavklart – mulighet til å kreve naturaloppfyllelse ved et eventuelt mislighold av investorenes tegningsforpliktelse.

Det er også enkelte praktiske og kommersielle behov hos aktørene i de aktive eierfondene som gjør naturaloppfyllelse til en mindre egnet misligholdsbeføyelse. For det første forutsetter tvangsfullbyrdelse en rettskraftig domsavgjørelse som tvangsgrunnlag.<sup>153</sup> I de aktive eierfondene skal den påkalte kapitalen som regel benyttes til investering gjennom oppkjøp av et porteføljeselskap. Ettersom det kan ta tid før det foreligger en rettskraftig avgjørelse, kan fondene ha behov for å skaffe til veie den nødvendige kapitalen på et tidligere tidspunkt. Dette reduserer i så fall utbyttet av kostnadene det innebærer å gjennomgå nødvendige rettsprosesser for å kreve tegningsavtalen fullbyrdet.

I tillegg er de aktive eierfondene basert på relativt langvarige samarbeidsforhold mellom forvalteren og investorene. I løpet av fondets levetid er det behov for et betydelig antall kapitalpåkallinger og kapitalforhøyelser. Dersom en investor først har misligholdt en innskuddsforpliktelse og partene ikke klarer å løse konflikten utenfor domstolene, kan det tenkes at investoren heller ikke oppfyller tegningsforpliktelsen ved neste påkalling. På grunn av behovet for stabile forvaltningsforhold gjør risikoen for tilsvarende konflikter i fremtiden, naturaloppfyllelse til en mindre egnet misligholdsbeføyelse for forvalterne av aktive eierfond.

Spørsmålet reiser også enkelte spesialprosessuelle problemstillinger rundt tvangsfullbyrdelsen av en mulig materiell rett til naturaloppfyllelse. Antakelig må en rett til naturaloppfyllelse av aksjetegningsforpliktelsen kunne fullbyrdes gjennom tvangsmulktinstituttet, jf. tvangsloven §

---

<sup>151</sup> Høyesterett har etter lov 17.mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov (Grunnloven - grl.) § 88 kompetanse til å avgjøre saker og dømme i siste instans; Se også Monsen (2012a) s. 89 og s. 154 om forskjellen på den rettskildemessige vekten av et ratio *decidendi* og et *obiter dictum*.

<sup>152</sup> Andenæs (2016) s. 62.

<sup>153</sup> Jf. lov 26. Juni 1992 nr. 86 om tvangsfullbyrdelse (Tvangsfullbyrdsloven - tvangsloven) § 13-1.

13-14 første ledd tredje alternativ. Av hensyn til oppgavens omfang og på grunn av de praktiske problemene som er påpekt med naturaloppfyllelse som misligholdsbeføyelse, går jeg ikke nærmere inn på dette.

### 6.2.2 Erstatning

Som en obligasjonsrettslig hovedregel kan den misligholdende parten holdes erstatningsansvarlig dersom det foreligger et ansvarsgrunnlag, et økonomisk tap og en årsakssammenheng mellom ansvarsgrunnlaget og det økonomiske tapet.<sup>154</sup> I følge rettspraksis gjelder dette utgangspunktet også ved mislighold av aksjonæravtaler.<sup>155</sup> Ved kontraktsrettslig mislighold eksisterer det ulike grunnlag for å kreve erstatning.<sup>156</sup> En forpliktelse til å tegne aksjer ved kapitalforhøyelser er en specie-ytelse og det aktuelle ansvarsgrunnlaget er derfor culpaansvar.<sup>157</sup> Dersom en investor har misligholdt en tegningsforpliktelse, er vilkåret om skyld som regel oppfylt, slik at det foreligger et ansvarsgrunnlag.

Det kan imidlertid være problematisk for forvalteren å bevise at hun har lidt et økonomisk tap.<sup>158</sup> Dersom det foreligger et økonomisk tap som følge av den manglende aksjetegningen, kan man potensielt tenke seg at dette tilsvarer avkastningen forvalteren gikk glipp av fordi hun ikke fikk foretatt oppkjøpet påkallingen skulle finansiere. Omfanget av et slikt overskudd er for det første usikkert fordi den endelige størrelsen på forvalterens fremtidige rett til meravkastning ofte beror på kompliserte beregninger hvor resultatet av andre investeringer kan ha betydning. Forvalteren har heller ikke noen garanti for at den enkelte investeringen i det hele tatt gir positiv avkastning. Et tredje problem er at misligholdet ikke nødvendigvis medfører at fondet ikke kan gjennomføre den planlagte investeringen. I slike tilfeller må det være andre årsaker til det økonomiske tapet, eksempelvis utgifter forvalteren pådrar seg ved å finne en ny investor som kan bidra med det nødvendige kapitalinnskuddet. Helhetlig fremstår det dermed usikkert og vanskelig for forvalteren å bevise at misligholdet har ført til et økonomisk tap. Et erstatningskrav fremstår derfor som en usikker og lite egnet misligholdsbeføyelse om investorene misligholder en aksjetegningsforpliktelse.

---

<sup>154</sup> Hagstrøm (2021) s. 489.

<sup>155</sup> Jf. eksempelvis Rt. 1952 s. 967 og Rt. 1966 s. 648.

<sup>156</sup> En oversikt over disse gis i Hagstrøm (2021) kapittel 19.

<sup>157</sup> Woxholth (2017) s. 259; Normann (2009) s. 43; Giertsen (2002) s. 537; Lowzow mfl. (1993) s. 268-269.

<sup>158</sup> Tapsvilkåret problematiseres på generelt grunnlag ved erstatning etter mislighold av aksjonæravtaler i Woxholth (2017) s. 259; Normann (2009) s. 43; Giertsen (2002) s. 537; Andenæs (2016) s. 62.

### 6.2.3 Heving

En annen mulig misligholdsbeføyelse er retten til å heve aksjonæravtalen. Den alminnelige obligasjonsrettslige regelen er at en avtale kan heves når det foreligger et vesentlig mislighold fra en kontraktspart.<sup>159</sup> I rettspraksis og juridisk teori er det lagt til grunn at regelen også gjelder ved mislighold av aksjonæravtaler.<sup>160</sup>

I mange tilfeller regulerer aksjonæravtalen hva som utgjør et vesentlig mislighold. Uansett er det som et generelt utgangspunkt sannsynlig at et vedvarende fravær av en aksjetegning, i strid med en tegningsforpliktelse, utgjør et vesentlig mislighold. Forvalteren kan derfor ha rett til å heve aksjonæravtalen overfor investoren som en sanksjon mot misligholdet.

Aksjonæravtalen gjelder imidlertid uavhengig av det underliggende selskapsforholdet. Selskapsforholdet består derfor i utgangspunktet etter at en eventuell aksjonæravtale er hevet, med mindre det foreligger et særskilt rettsgrunnlag for oppløsning av selskapet.<sup>161</sup> Heving av den misligholdte aksjonæravtalen kan derfor gi en rett til å tre ut av aksjonæravtalen som utgjør fondsavtaleverket, samtidig som den misligholdende investoren fremdeles er deltaker i fondet.<sup>162</sup> Som det går frem i kapittel 3, er aksjelovens regler i liten grad tilpasset til de konkrete behovene til aktørene i aktive eierfond. Det er derfor svært lite hensiktsmessig for en forvalter å påberope heving av aksjonæravtalen ved investorens mislighold.

Ettersom fondsavtalen også gjelder mellom forvalteren og de øvrige investorene, kan det imidlertid være praktisk å avskjære investorenes rett til å heve avtalen på grunn av mislighold fra en annen investor.

## 6.3 Misligholdsbeføyelser med grunnlag i fondsavtaleverket

### 6.3.1 Behov for avtaleregulerte misligholdsbeføyelser

På bakgrunn av det som er skrevet i kapittelet over, er det klart at de obligasjonsrettslige misligholdsbeføyelsene i praksis gir et begrenset vern for forvaltere av aktive eierfond dersom investorene misligholder aksjetegningsforpliktelsen. Det er derfor nødvendig å regulere sanksjoneringen av mislighold i fondsavtaleverket.<sup>163</sup>

---

<sup>159</sup> Hagstrøm (2021) s. 447.

<sup>160</sup> Jf. Rt. 1918 II s. 116 som er omtalt av Woxholth (2017) s. 260 og Andenæs (2016) s. 62; Se også Normann (2009) s. 43.

<sup>161</sup> Asl. § 16-19 første ledd fastsetter vilkårene for at en aksjonær kan kreve aksjeselskapet oppløst ved dom.

<sup>162</sup> Woxholth (2017) s. 260.

<sup>163</sup> Woxholth (2017) s. 266; Normann (2009) s. 44; Giertsen (2002) s. 537; Aarbakke mfl. (2020) innledende kapittel punkt 4.4.2 avsnitt 7.

### 6.3.2 Konvensjonalbot

En mulig avtalefestet misligholdsbeføyelse er konvensjonalbot.<sup>164</sup> En konvensjonalbot er et forhåndsfastsett beløp partene må betale ved mislighold som en form for erstatning.<sup>165</sup> En slik avtaleregulering avhjelper de omtalte problemene knyttet til vilkåret om økonomisk tap for å kreve erstatning.<sup>166</sup> Forutsatt at konvensjonalboten er tilstrekkelig stor, gir den investorene et incentiv til å overholde tegningsforpliktelsen og har dermed en preventiv virkning.<sup>167</sup> I tillegg har boten en delvis reparerende effekt ved at deler av midlene investoren har kommittert seg for uansett tilfaller fondet og kan brukes til investeringer. Ettersom konvensjonalboten kun virker delvis reparerende, er det hensiktsmessig å fastsette at reguleringen ikke fritar den misligholdende parten for et ytterligere erstatningsansvar dersom et økonomisk tap ut over konvensjonalbotens størrelse kan påvises.<sup>168</sup>

Dersom den misligholdende investoren oppfylder innskuddsforpliktelsen ved å betale konvensjonalboten eller ved et etterfølgende innskudd, er dette en tilfredsstillende løsning for fondet. Begrensningen med konvensjonalbøter som misligholdsbeføyelse, er imidlertid at den misligholdende investoren fortsatt er aksjonær i fondet til tross for at misligholdet skulle være vedvarende. Dette kan være årsaken til at slike bestemmelser i liten utstrekning benyttes av aktive eierfond. En eventuell konvensjonalbot-bestemmelse bør derfor kombineres med en rett for forvalteren til å innløse eller avhende den misligholdende investorens aksjer ved vedvarende mislighold.

### 6.3.3 Innløsnings- eller avhendelsesrett

Den kanskje vanligste formen for avtalefestede misligholdsbeføyelser i aktive eierfond er at forvalteren har rett til å innløse eller avhende den misligholdende investorens aksjer i fondet.<sup>169</sup> Avgjørende for effekten av en slik sanksjon er reguleringen av hvordan salgs- eller kjøpsprisen skal fastsettes. Prisen settes gjerne under markedsverdi, slik at det gis en rabatt på aksjene.<sup>170</sup> Investoren taper dermed deler av midlene som allerede er skutt inn i fondet. Dette utgjør et incentiv til å oppfylle innskuddsforpliktelsen og har en preventiv effekt.<sup>171</sup> For tilfeller hvor

---

<sup>164</sup> Woxholth (2017) s. 266; Normann (2009) s. 44.

<sup>165</sup> Hagstrøm (2021) s. 704.

<sup>166</sup> Se punkt 6.2.2.

<sup>167</sup> Woxholth (2017) s. 266.

<sup>168</sup> Lowzow mfl. (1993) s. 274.

<sup>169</sup> Normann (2009) s. 44.

<sup>170</sup> Normann (2009) s. 44.

<sup>171</sup> Woxholth (2017) s. 268.

investoren misligholder før det er skutt inn kapital av en betydelig størrelsesorden er denne effekten imidlertid begrenset.

En typisk regulering innenfor denne kategorien er at forvalteren gis rett til å kjøpe den misligholdende investorens aksjer i fondet (en «call-opsjon»<sup>172</sup>). Det kan også avtales at forvalteren får rett til å avhende den misligholdende investorens aksjer til en tredjepart. I et slikt tilfelle overtar som regel erververen den misligholdende investorens plikt til å skyte inn kapital i fondet. Dermed har avhendelsesretten også en reparerende effekt, og det totale kommitterte beløpet kan opprettholdes og skytes inn i fondet. Reparasjonselementet avhenger imidlertid av at det eksisterer en tredjepart som er villig til å tre inn i den misligholdende investorens posisjon. For tilfeller hvor dette ikke er mulig, må det totale kommitterte beløpet settes ned og det manglende innskuddet påkalles forholdsmessig fra de øvrige investorene. Annenhåndsmarkedet for kjøp av eierandeler i aktive eierfond – herunder andeler som selges til rabattert pris etter mislighold – er såpass stort at det eksisterer egne fond som blant annet spesialiserer seg på nettopp dette («secondary funds»<sup>173</sup>). Likviditeten i et slikt annenhåndsmarked er imidlertid varierende.

I likhet med konvensjonalbøtene er det hensiktsmessig å avtale at innløsning eller avhendelse ikke begrenser den misligholdende investorens erstatningsansvar dersom det kan påvises et økonomisk tap. Gjennom slike reguleringer sikrer forvalterne av de aktive eierfondene at de stilles best mulig dersom investorene – uavhengig av årsak – mangler vilje eller evne til å oppfylle tegningsforpliktelsen.

#### 6.3.4 Begrensninger i adgangen til å avtaleregulere misligholdsbeføyelser – avtl. § 36

Som for aksjonæravtaler generelt, foreligger det visse begrensninger i avtalefriheten ved regulering av misligholdsbeføyelser. Aksjeloven oppstiller ingen ufravikelige regler som fravikes gjennom bruk av konvensjonalbøter eller innløsnings- eller avhendelsesrettigheter. Den primære begrensningen for adgangen til å avtale slike misligholdsbeføyelser er derfor avtalelovens generalklausul for avtaler som er «urimelig» å gjøre gjeldende, jf. avtl. § 36.<sup>174</sup>

---

<sup>172</sup> Woxholth (2017) s. 268.

<sup>173</sup> Krüger Andersen (2015) s. 27; Aabø-Evensen (2011) s. 1268.

<sup>174</sup> Lowzow mfl. (1993) s. 275; Hagstrøm (2021) s. 707.

Lemping eller tilsidesettelse kan riktignok tenkes dersom det er avtalt en svært høy konvensjonalbot eller innløsning til en ekstremt rabattert pris. Fordi aktørene i aktive eierfond i tilnærmet alle tilfeller er profesjonelle, er avtalerevisjon etter avtl. § 36 nokså lite praktisk.<sup>175</sup>

---

<sup>175</sup> Lowzow mfl. (1993) s. 275; Woxholth (2017) s. 269 og s. 157 flg. med videre henvisning til generell rettspraksis om anvendelse av avtl. § 36 i kommersielle forhold.

## 7. Litteraturliste

### 7.1 Juridisk litteratur: Bøker og artikler

- Aabø-Evensen (2011) Aabø-Evensen, Ole Kristian. *Om oppkjøp av selskaper og virksomhet*. Oslo: Universitetsforlaget, 2011.
- Aarbakke mfl. (2020) Aarbakke, Magnus. Aarbakke, Asle. Knudsen, Gudmund. Ofstad Tone. Skåre, Jan. *Ajourført versjon av Aksjeloven, Kommentanutgave, 2020*. Oslo: Universitetsforlaget, Juridika.no (lest. 5. april 2022).
- Aarbakke mfl. (2012) Aarbakke, Magnus. Aarbakke, Asle. Knudsen, Gudmund. Ofstad Tone. Skåre, Jan. *Aksjeloven og Allmennaksjeloven, kommentarutgave*. 3. Utgave. Oslo: Universitetsforlaget, 2012.
- Aarbakke (1989) Aarbakke, Magnus. «Aksjetegning, Ugyldighet, mislighold og ansvar» i TfR, 1989 s. 333-358.
- Andenæs (2016) Andenæs, Mads Henry. *Aksjeselskaper og Allmennaksjeselskaper*. Oslo: Calax AS, 2016.
- Andenæs (2009) Andenæs, Mads Henry. Hvem er bundet av en aksjonæravtale? I Andenæs, Mads Henry. Knudsen, Gudmund og Normann, Kristin: «Tre foredrag om aksjonæravtaler». Institutt for privatrett. Skriftserie 175, 2009.
- Andenæs (2001) Andenæs, Mads Henry. «Er avtale om opsjon til å tegne aksjer rettslig bindende for selskapet?» I Lov og Rett, 2001, s. 152-165.
- Blaauw (2019) Blaauw, Harald. *M & A, En praktisk innføring*. Oslo: Universitetsforlaget, 2016.
- Bråthen, G. (2014) Braathen, Gina. *Kapitalforhøyelser i henhold til styrefullmakt*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS, 2014.
- Bråthen (2019) Bråthen, Tore. *Selskapsrett*. 6.utgave. Oslo: Gyldendal i kommisjon for Focus Forlag AS, 2019.
- Bråthen Bråthen, Tore. *Norsk Lovkommentar: Aksjeloven*, Rettsdata.no (lest 5. april 2022).



- Buskerud Christoffersen (2019) Buskerud Christoffersen, Margrethe. *Aksjeeiers Lojalitetsplikt*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS, 2019.
- Dahlum (2021) Dahlum, Andrea. *Styreansvar i praksis*. Oslo: Vigmonstad og Bjørke AS, 2021.
- Forsberg Johnsen mfl. (2021) Forsberg Johnsen, Per Fredrik. Grimsby, Gjermund. Verdiskapningsanalyse for de aktive eierskapsfondene i Norge. Oslo: Menon-Rapport nr. 3, 2021.
- Giertsen (2002) Giertsen, Johan. Har aksjonæravtaler selskapsrettslige virkninger? I Holgersen, Gudrun, Krüger, Kai og Lilleholt, Kåre (red.), *Nybrøtt og odling, Festeskrift til Nils Nygaard*, Bergen: Fagbokforlaget Vigmonstad og Bjørke, 2002.
- Giertsen (2021) Giertsen, Johan. *Avtaler*. 4. Utgave, Oslo: Universitetsforlaget, 2021.
- Gjems-Onstad (2013) Gjems-Onstad, Ole. *Valg av selskapsform*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS, 2013.
- Hagstrøm (2021) Hagstrøm, Viggo. *Obligasjonsrett*. 3. Utgave. Oslo: Universitetsforlaget, 2021.
- Hammerich (2016) Hammerich, Peter. Jøtun, Camilla. Aktive eiere i private equity-bransjen. *Revisjon og regnskap* nr. 1, 2016, s. 37-44.
- Hammerich (2020a) Hammerich, Peter. Uggedal, Jonathan. Fundraising: Fundraising for private equity fond. *Prosess, erfaringer og veivalg* oppdatert 27. mai 2020, Seminarrekke hos Advokatfirmaet BAHR AS. [Sisert fra papirhefte].
- Hammerich (2020b) Hammerich, Peter. Uggedal, Jonathan. Memo - Limited liability for investors in private equity funds. Oslo: Advokatfirmaet BAHR AS, juli 2020.
- Heffermehl mfl. (2002) Heffermehl, Jørgen Stang. Tystad, Rune. Woldseth, Kjell. *Endring av aksjekapital*. Oslo: Den norske Revisorforening, 2002.

- Jøtun (2020) Jøtun, Camilla. Hammerich, Peter. A-Å Om skatt for Private Equity. Versjon 4. Oslo: Advokatfirmaet BAHR AS, januar 2020. [Sitert fra papirhefte].
- Knudsen (2009) Knudsen, Gudmund. Selskapet som part i aksjonæravtaler i Andenæs, Mads Henry. Knudsen, Gudmund og Normann, Kristin: «*Tre foredrag om aksjonæravtaler*». Institutt for privatrett. Skriftserie 175, 2009.
- Krüger Andersen (2015) Krüger Andersen, Thomas. *Private Equity*. København: DJØF Publ, 2015.
- Lowzow mfl. (1993) Lowzow, Halfdan. Reed, Bjørn Gabriel. Steinberg, Geir. *Aksjonæravtaler*. Oslo: AS Notam Gyldendal AS, 1993.
- Monsen (2012a) Monsen, Erik. *Innføring i juridisk metode og oppgaveteknikk*. Oslo: Cappelen Damm AS, 2012.
- Monsen (2012b) Monsen, Erik. «Primært rettsgrunnlag i kontraktsretten», *Jussens Venner*, 6. Utgave 2012 s. 319–345.
- Normann (1993) Normann, Kristin. *Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper*. Oslo: Ad Notam Gyldendal AS, 1994.
- Normann (2009) Normann, Kristin. Misligholdsbeføyelser ved brudd på aksjonæravtaler, i Andenæs, Mads Henry. Knudsen, Gudmund og Normann, Kristin: «*Tre foredrag om aksjonæravtaler*». Institutt for privatrett. Skriftserie 175, 2009.
- Welde (2003) Welde, Janne Wiencke. «Avtale om rett til å tegne aksjer» i NTS 2003:2 s. 189-213.
- Worsøe (2006) Worsøe, Anne. En generell introduksjon til Venture Capital og Private Equity: «forretningsmodellen, investeringsalternativene og aktørene». *Praktisk økonomi og Finans, februar 2006*.
- Woxholth (2017) Woxholth, Jannik. *Aksjonæravtaler*, Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS, 2017.

Woxholth, G. (2018)

Woxholth, Geir. *Selskapsrett*. 6. Utgave, Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS, 2018.

## 7.2 Lover

- 1687 Lov 15. april 1687 Kong Christian Den Femtis Norske Lov (Norske lov - NL)
- 1814 Lov 17.mai 1814 Kongeriket Norges Grunnlov (Grunnloven - grl.)
- 1918 Lov 31. mai 1918 nr. 4 om avslutning av avtaler, om fulmakt og om ugyldige viljeserklæringer (Avtaleloven - avtl.)
- 1975 Lov 4. 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 - sel.)
- 1988 Lov 13. mai 1988 nr. 27 om kjøp (Kjøpsloven - kjl.)
- 1989 Lov 16. juni 1989 nr. 63 om håndverkertjenester m.m. for forbrukere (Håndverkertjenesteloven - hvtjl.)
- 1997 Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (Aksjeloven - asl.)
- 1997 Lov 13.juni 1997 nr. 44 om allmennaksjeselskaper (Allmennaksjeloven - asal.)
- 2002 Lov 21. juni 2002 nr. 34 om forbrukerkjøp (Forbrukerkjøpsloven - fkjl.)
- 2011 Lov 25. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond (Verdipapirfondloven)
- 2014 Lov 20. juni 2014 nr. 28 om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-loven)

## 7.3 Forarbeider

- Innst. 1970 Innstilling til lov om aksjeselskaper
- NOU 1992: 29 Lov om aksjeselskaper
- NOU 1996: 3 Ny aksjelovgivning
- Ot.prp nr. 19 (1974-1975) Om lov om aksjeselskaper

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

Ot.prp nr. 55 (2005-2006) Om lov om endringer i aksjelovgivningen mv.

Prop.77 L (2013-2014) Lov om forvaltning av alternative investeringsfond

## **7.4 Rettspraksis**

### 7.4.1 Norsk rettspraksis

#### 7.4.1.1 Høyesterettspraksis

Rt. 1918 II s. 116

Rt. 1952 s. 967

Rt. 1966 s. 648

Rt. 1993 s. 312

Rt. 1995 s. 46 (Nimbus)

Rt. 2007 s. 360 (Lyse Energi)

Rt. 2010 s. 306 (Hempel)

Rt. 2015 s. 1260 (Hercules)

HR-2018-111-A (Ree Minerals)

HR-2018-391-A (Argentum)

HR-2019-1726-A (SIPE V)

HR-2021-2248-A

#### 7.4.1.2 Underrettspraksis

LA-2007-37537

LB-2008-120826

### 7.4.2 Svensk rettspraksis

NJA 2011 s. 429 HD