



UiT Norges arktiske universitet

Det juridiske fakultet

Avtaler mellom Venture Capital fond, gründere og oppstartsselskaper

Empirisk oversikt og et utvalg av rettslige problemstillinger.

Lene Hansen

Liten masteroppgave i rettsvitenskap, JUR-3902, mai 2021.

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse	1
Del I - Introduksjon	4
1.1 Emnet	4
1.2 Emnets praktiske betydning	4
1.3 Metode.....	6
1.1.1 Innledning.....	6
1.1.2 Avtalerett.....	7
1.1.3 Obligasjonsrett	7
1.1.4 Selskapsrett.....	8
1.1.5 Empiriske undersøkelser	9
1.4 Den videre fremstillingen.....	10
Del II – Empirisk oversikt over avtalene	11
2.1 Innledning.....	11
2.2 Partsforholdet VC-fondet, oppstartsselskapet og gründerne.....	11
2.2.1 Et tredelt partsforhold.....	11
2.2.2 VC-fondet.....	13
2.2.3 Oppstartsselskapet.....	14
2.2.4 Gründerne.....	15
2.3 Oversikt over avtaleverket	16
2.3.1 Innledning.....	16
2.3.2 Forhandlingsprosessen	16
2.3.3 Konfidensialitetsavtale	17
2.3.4 Intensjonsavtale og/eller term sheet	17
2.3.5 Investeringsavtalen.....	18
2.3.6 Aksjonæravtalen.....	18

2.4	Empirisk oversikt over innholdet i avtalene.....	19
2.4.1	Innledning.....	19
2.4.2	Aksjenes verdi	20
2.4.3	Aksjenes struktur.....	21
2.4.4	Vetorettigheter.....	23
2.4.5	Kapital	25
2.4.6	Styring	26
2.4.7	Exit-mekanismer	26
Del III - Rettslige problemstillinger		28
3.1	Innledning.....	28
3.2	Inngåelse.....	28
3.2.1	Innledning.....	28
3.2.2	Det avtalerettslige utgangspunktet for inngåelse av avtaler.....	28
3.2.3	Tidlig forhandling	29
3.2.4	Due diligence.....	31
3.2.5	Avsluttende forhandling.....	34
3.2.6	Forholdet til ny investor i en senere investeringsrunde.....	35
3.3	Tolkning	36
3.3.1	Innledning.....	36
3.3.2	Det avtalerettslige utgangspunktet for tolkning av avtaler.....	36
3.3.3	Hvor stor vekt har det objektive tolkningsprinsipp ved tolkning av avtaler i ventureinvesteringer?	37
3.4	Ugyldighet.....	39
3.4.1	Innledning.....	39
3.4.2	Ugyldighet etter avtaleloven § 36	40
3.4.3	Likhetsgrunnsetningen som grunnlag for ugyldighet.....	43
3.4.4	Rettsvirkninger av ugyldighet	45

3.5	Mislighold	50
3.5.1	Innledning.....	50
3.5.2	Avtalte misligholdsbeføyelser.....	51
3.5.3	Krav på naturaloppfyllelse	52
3.5.4	Prisavslag	53
3.5.5	Heving	54
3.5.6	Erstatning	55
	Del IV – Avsluttende bemerkninger	57
	Kildeliste	59
	Lovgivning	59
	Lovforarbeider.....	59
	Rettspraksis	60
	Juridisk teori.....	61
	Nettdokumenter	63
	Empiriske undersøkelser	65

Del I - Introduksjon

1.1 Emnet

Venture Capital fond (heretter «VC-fond») er en type investor som investerer i aksjeselskaper som befinner seg i en tidlig fase av selskapets livssyklus. Slike såkalte «oppstartsselskaper» er ofte kjennetegnet ved at selskapenes verdier er knyttet til hvordan gründernes kunnskap kan skape fremtidige inntektsstrømmer.¹ Et VC-fond investerer således på bakgrunn av en verdi som baseres på et tenkt potensiale, og investeringen innebærer derfor høy risiko.

Oppgaven handler om de avtaler som inngås mellom VC-fond, oppstartsselskaper og gründerne av oppstartsselskapet, når VC-fondet gjør investeringer i oppstartsselskapet. Målet med oppgaven er å belyse noen av særegenhetene med avtaler i ventureinvesteringer, både innholdsmessig og rettslig. Oppgaven tar altså ikke sikte på å gi noen uttømmende analyse av emnet, men å belyse noen av de mest sentrale spørsmålene.

1.2 Emnets praktiske betydning

Ventureinvesteringer har vokst frem over lang tid. Så tidlig som på starten av 1900-tallet hadde vi allerede noen ventureinvesteringer i Norge. Et klassisk eksempel fra den tid er etableringen av Norsk Hydro i 1905, hvor Kristian Birkeland og Sam Eyde blant annet gikk til Wallenberg-brødrene for innhenting av kapital.² Ventureinvesteringer har siden da sakte men sikkert vokst, og har etterhvert blitt sett på som en universalmedisin for å fremme ny virksomhet.³ De siste tiårene har ventureinvesteringer hatt en særlig fremvekst internasjonalt, og er blitt spesielt utbredt i USA og Kina.

Konturene av den samme fremveksten har begynt også i Norden, hvor Sverige har ledet an, og nå også Norge. Ventureinvesteringers betydning internasjonalt har i Norge blant annet gitt sitt utslag i politiske initiativ hvor staten har involvert seg som aktiv investor i noen VC-fond for å sikre at det investeres nok kapital i oppstartsselskaper.⁴ Et eksempel på det er det statlige VC-fondet Investinor.⁵ De siste årene har det blitt etablert flere norske VC-fond, og det

¹ Berg-Utby, T., m.fl. (2006) s. 45.

² Norsk Hydro (2021). <https://www.hydro.com/no-NO/om-hydro/var-historie/1900-1917/1904-et-prosjekt-av-stort-format/>

³ Berg-Utby, T., m.fl. (2006) s. 45.

⁴ Berg-Utby, T., m.fl. (2006) s. 45.

⁵ Investinor (2021). <https://investinor.no/om-oss/>

forventes at det norske markedet for ventureinvesteringer bare vil vokse med årene som kommer. Fremveksten skyldes at næringslivet har hatt økt fokus på innovasjon, hvor også økosystemet i Norge gjennom markeds- og teknologiutvikling har lagt til rette for at ventureindustrien har kunnet skalere betraktelig.⁶

Som følge av denne fremveksten har det blitt reist flere spørsmål vedrørende VC-fondenes måte å operere på, og om deres intensjoner alltid er i gründernes favør. En seriegründer omtaler noen ventureinvesteringer som «industripionasje satt i system» ettersom VC-fondene gjennom avtalene oppnår full kontroll på oppstartsselskapene, og får tilgang til alle ideer og teknologier gründerne har utviklet.⁷ Flere mener derfor at det bør dras et skille mellom ventureinvesteringer som oppnår avkastning gjennom at oppstartsselskapet lykkes, og forkledde ventureinvesteringer som i realiteten er et forsøk på å kjøpe opp selskaper til en billig penge.

Et eksempel som kan belyse dette skillet er den såkalte «Snapsale»-saken. Saken ble omtalt i Dagens Næringsliv som «gründerdrømmen som ble knust av Schibsted».⁸ Schibsted, som har en arm innen ventureinvesteringer, investerte i oppstartsselskapet Snapsale og inngikk i den forbindelse flere avtaler som ga Schibsted full kontroll på Snapsale. I artikkelen hevdet gründeren av Snapsale at Schibsted vraket selskapet til fordel for et annen konkurrerende selskap som Schibsted hadde investert i under samme tidsrom. På grunn av avtalene befant gründerne seg i en lockup-situasjon, og endte derfor til slutt opp med å selge aksjepostene til Schibsted for en svært billig penge (med påfølgende store økonomiske tap), og solgte med det også rettighetene til sin unike teknologi.⁹ Schibsted tilbakeviser på sin side at de førte Snapsale-gründerne bak lyset eller at det skjedde et avtalebrudd.

Eksemplet viser noen av utfordringene avtaler i ventureinvesteringer kan reise. Avtalene er typisk svært «investorvennlige», blant annet som følge av den skjeve maktbalansen som gjerne oppstår mellom gründerne (som ofte er uerfarne med investeringer), og profesjonelle

⁶ Podcast Unotert (2021). <https://podcasts.apple.com/no/podcast/unotert/id1561364411>

⁷ Dagens Næringsliv (2017). <https://www.dn.no/innlegg/schibsted/snapsale/grunder/-oh-shit-vi-star-midt-i-et-digert-paradigmeskifte/2-1-75339>

⁸ Dagens Næringsliv (2017). <https://www.dn.no/magasinet/dokumentar/geir-engdahl/google/schibsted/fikk-grunderdrommen-knust-av-schibsted/2-1-72141>

⁹ Om lockup-situasjoner se pkt. 2.4.4.

VC-fond. De investorvennlige avtalene og den skjeve maktbalansen kan reise flere rettslige problemstillinger som vil bli belyst i oppgavens del III.

Utfordringene med avtalene har medført at flere aktører i bransjen har tatt til ordet for at de ønsker at avtalene skal bli mer «gründervennlige».¹⁰ Som følge av dette har flere store VC-fond offentliggjort sine avtalemaler i håp om å tydeliggjøre hva som er utgangspunktet for dem når de går i forhandlinger med gründerne. Tendensen med offentliggjøring av maler kan sees både nasjonalt og internasjonalt. Flere av de offentliggjorte malene har (sammen med andre avtaleverk) vært utgangspunktet for de empiriske undersøkelsene drøftet i oppgavens del II. Som vi skal se står likevel den investorvennlige vinklingen fremdeles sterkt, med den begrunnelse at VC-fondene har et behov for å sikre seg mot den høye risikoen investeringen innebærer.

Avtaler mellom VC-fond, oppstartsselskaper og gründerne har således en svært praktisk betydning som bare forventes å øke med årene som kommer. Avtaler i ventureinvesteringer er en ny avtaletype som har vært lite behandlet tidligere. Det er derfor et behov for å gi en empirisk analyse av avtalene for å kunne drøfte noen av de rettslige problemstillingene slike avtaler kan reise. I tillegg er det tredelte partsforholdet og det skjeve maktforholdet mellom partene en særlig utfordring som reiser flere interessante problemstillinger.

1.3 Metode

1.1.1 Innledning

Oppgaven bygger på en rettsdogmatisk metode som innebærer å fastlegge gjeldende rett for avtaler i ventureinvesteringer med utgangspunkt i de alminnelige rettskildefaktorer som anvendes i norsk rettskildelære.¹¹ De metodiske utfordringene retter seg for det første mot at avtaler i ventureinvesteringer befinner seg innenfor både avtalerettens, obligasjonsrettens og selskapsrettens område. For det andre reiser det tredelte partsforholdet i avtalene med oppstartsselskapet som part enkelte utfordringer. For det tredje er avtalene å regne som en ny avtaletype som har krevd nærmere empiriske undersøkelser. Disse metodiske utfordringene vil bli drøftet i den videre fremstillingen.

¹⁰ Shifter (2021). <https://shifter.no/nyheter/betingelsene-grndere-bor-forvente-i-et-moderne-term-sheet-og-fellene-du-ma-unnga/200917>

¹¹ Skoghøy, J. E. (2018) s. 25.

1.1.2 Avtalerett

Alminnelige avtalerettslige regler gjelder for alle avtaler, og følgelig også for avtaler i ventureinvesteringer. I avtaleretten står overordnede prinsipper om avtalefrihet og formfrihet sterkt.¹² Prinsippene uttrykker den deklarasjonssiden av avtaleloven og etter avtalerettens regler står partene derfor nokså fritt i hva de ønsker å avtale.¹³ For spørsmålene om inngåelse og tolkning av avtalene vil derfor lovteksten ha liten betydning.¹⁴ For disse spørsmålene vil alminnelige avtalerettslige prinsipper utarbeidet gjennom rettspraksis og juridisk teori være avgjørende.

Den preseptoriske siden av avtaleloven kommer hovedsakelig til uttrykk i kapitlet om ugyldighet.¹⁵ Bestemmelsene om ugyldighet setter således begrensninger i partenes avtalefrihet. For drøftelsen om ugyldighet etter avtl. § 36 vil derfor lovteksten være utgangspunktet. Hva som ligger i ordlyden er blitt nærmere bestemt i både rettspraksis og teori, og vil gi et vurderingsgrunnlag for hvordan bestemmelsen kan anvendes på avtaler i ventureinvesteringer.

1.1.3 Obligasjonsrett

Obligasjonsretten knytter seg i første rekke til avtalers skjebne *etter* at de er inngått, og vil for avtaler i ventureinvesteringer ta sikte på å belyse hvordan eventuelle kontraktsbrudd av avtalene kan møtes. Kjøpsloven gjelder kjøp for så vidt ikke annet er fastsatt i lov, jf. kjl. § 1.¹⁶ Ordlyden «kjøp» må tolkes til å bety alle typer kjøp, og det er fastslått i forarbeidene at loven også gjelder ved overdragelse av verdipapirer, herunder aksjer.¹⁷

Ettersom kjøpsloven kun gjelder for kjøp vil den bare få anvendelse i tilfeller hvor ventureinvesteringen er gjennomført ved overdragelse av aksjer (aksjekjøp) fra enten gründerne eller oppstartsselskapet. I tilfeller hvor investeringen skjer ved tegning av aksjer vil imidlertid uansett alminnelige ulovfestede obligasjonsrettslige prinsipper få anvendelse.

¹² LOV-1687-04-15 Kong Christian Den Femtis Norske Lov (NL) 5-1-1 og 5-1-2.

¹³ LOV-1918-05-31-4 om avslutning av avtaler, om fuldmagt og om ugyldige viljeserklæringer (avtl.) § 1.

¹⁴ Avtl. §§ 37 og 38 gjelder kun henholdsvis forbrukerforhold og konkurranse.

¹⁵ Avtl. Kap. 3.

¹⁶ LOV-1988-05-13-27Kjøpsloven (kjl.).

¹⁷ Ot.prp. nr. 80 (1986-1987) s. 48.

1.1.4 Selskapsrett

Selskapsretten omhandler selskaper og deres rettsforhold.¹⁸ Som følge av at oppstartsselskapet er et aksjeselskap, vil aksjelovens regler derfor være utgangspunktet for oppstartsselskapets rettsforhold.¹⁹

Aksjeloven inneholder flere preseptoriske bestemmelser som i utgangspunktet medfører en betydelig begrensning i partenes avtalefrihet jf. prinsippet i NL 5-1-2 om at avtaler er bindende så lenge de ikke strider mot lov. Aksjonæravtaler binder kun avtalepartene og har dermed ingen selskapsrettslige virkninger som forutsetter at avtalen har rettsvirkninger for tredjemann, herunder selskapsorganene.²⁰ Ettersom aksjonæravtalen ikke har selskapsrettslige virkninger, kan ikke selskapet eller selskapsorganene bli bundet til bestemmelser i avtalen som strider mot aksjerettens preseptoriske regler.²¹ Dette utgjør en nokså betydelig selskapsrettslig begrensning i oppstartsselskapets avtalefrihet.²² For gründerne og VC-fondet vil bestemmelser i avtalene som er et forsøk på å omgå aksjelovens preseptoriske regler i utgangspunktet være ugyldige.²³

Når det gjennomføres en investering i oppstartsselskapet, vil det endelige avtaleverket bestå av en aksjonæravtale og en investeringsavtale.²⁴ Det finnes imidlertid få henvisninger i aksjeloven som regulerer avtalene. Et eksempel er henvisningen «... avtale mellom aksjeeiere» i asl. § 4-15 første ledd. Aksjeloven besvarer derfor ikke de mer fundamentale rettslige problemstillinger som avtalene gir opphav til.²⁵ De rettslige problemstillingene må dermed primært søkes løst i alminnelige avtalerettslige og obligasjonsrettslige regler.

Aksjonæravtaler inneholder typisk skreddersydde løsninger for partene, og vil ofte fravike aksjelovens bestemmelser om aksjonærrettigheter. I tilfeller hvor aksjonærrettighetene ikke er uttømmende regulert i aksjonæravtalen, er det derfor antatt at aksjeloven må fungere som en slags bakgrunnsrett.²⁶ Investeringsavtaler inneholder bestemmelser om det finansielle aspektet

¹⁸ Woxholt, G. (2018) s. 21.

¹⁹ LOV-1997-06-13-44 Aksjeloven (asl.) § 1.

²⁰ Bråthen, T. (2019) s. 87 og Woxholt, J. (2017) s. 273.

²¹ Bråthen, T. (2019) s. 87, jf. også LG-2014-17386. Se mer om begrensningene i pkt. 2.2.1.

²² Se mer om dette i pkt. 2.2.1.

²³ Se eksempelvis pkt. 2.4.4 om vetorettigheter som i utgangspunktet er en ugyldig organbinding.

²⁴ Se henholdsvis pkt. 2.3.4 og pkt. 2.3.5.

²⁵ Woxholt, J. (2017) s. 38.

²⁶ Woxholt, J. (2017) s. 38-39.

ved ventureinvesteringen. Aksjelovens reguleringer om kapitalforhøyelser og overdragelse av aksjer (alt etter hvilken investeringsmetode som anvendes) må derfor følges ved utformingen av investeringsavtalen. Som følge av dette vil aksjeloven også for investeringsavtalen fungere som en slags bakgrunnsrett.

Samlet sett kan man derfor si at spørsmål i tilknytning til avtaler i ventureinvesteringer må løses med utgangspunkt i alminnelige avtalerettslige og obligasjonsrettslige regler, men i en selskapsrettslig kontekst hvor preseptoriske bestemmelser i aksjelovgivningen vil sette begrensninger for partenes avtalefrihet.²⁷

1.1.5 Empiriske undersøkelser

Den empiriske delen av oppgaven avviker fra andre juridiske, klassiske fremstillinger. Bakgrunnen for at jeg likevel har valgt å gjøre en empirisk analyse av avtaler i ventureinvesteringer er at avtalene representerer en nokså ny avtaletype i Norge som dermed krever at det skapes en dypere forståelse av hva denne avtaletypen innebærer. Den empiriske analysen har vært helt nødvendig for å kunne kartlegge hva avtalene inneholder og hvilken betydning innholdet kan ha. Det ville nærmest være helt umulig å skrive om hvilke rettslige problemstillinger avtaler i ventureinvesteringer kan reise uten å først vise hvordan avtalene ser ut.

Kontraktmateriale brukt i den empiriske analysen består av ulike avtale typer innhentet fra totalt elleve forskjellige nasjonale og internasjonale aktører i bransjen. Disse avtalene er utarbeidet på engelsk som følge av at ventureinvesteringer ofte gjøres på tvers av landegrensene. Det er derfor naturlig å henvise til avtalene på det språket de ble utformet. Det språklige aspektet ved avtalene har imidlertid ingen virkning for om norsk rett kan anvendes som bakgrunnsrett. Normalt inneholder avtalene bestemmelser om lovvalg, og dette blir da avgjørende. I det følgende legges det til grunn at lovvalget er norsk lov.

Den empiriske analysen har vist at avtalene i mange tilfeller har et likelydig innhold hvor mange av bestemmelsene går igjen. Disse bestemmelsene kan derfor på mange måter anses som standardklausuler som nærmest alltid er å se i avtaler i ventureinvesteringer. For å vise

²⁷ Bråthen. T. (2019) s. 86 og prinsippet om avtalefrihet i NL 5-1-2.

hvordan standardklausulene eksempelvis skiller seg fra aksjelovgivingen, og hvilke rettslige utfordringer mange av dem medfører, har jeg valgt å innta eksempler på bestemmelsene i den empiriske delen av oppgaven, og videre henviser til dem som eksempler i den rettslige delen av oppgaven. Forhåpentligvis vil dette medføre at leseren og andre rettsanvendere får en bedre forståelse av innholdet i avtaler i ventureinvesteringer.

For noen av de praktiske spørsmålene ved avtalene har de alminnelige rettskildefaktorene vist seg å være særlig mangelfulle. Jeg har derfor valgt å intervjuer noen utvalgte personer i bransjen som utfyllende kilder om det praktiske aspektet ved avtalene.

1.4 Den videre fremstillingen

Jeg har valgt å dele fremstillingen inn i totalt fire deler, hvorav denne introduksjonen er den første delen. Oppgavens del II vil gi en empirisk oversikt over avtaleverket, og drøfte innholdet i noen av de mest særegne «standardklausulene» i avtalene. Oppgavens del III vil drøfte et utvalg av rettslige problemstillinger som avtalene kan gi opphav til. Oppgavens del IV gi noen avsluttende bemerkninger. For nærmere redegjørelse av innholdet i de ulike delene, se de respektive delenes innledningskapittel.

Del II – Empirisk oversikt over avtalene

2.1 Innledning

I denne delen av oppgaven vil jeg først beskrive utfordringene som følger med det tredelte partsforholdet, før jeg vil gi en kort redegjørelse om hver av partene. Jeg vil videre kartlegge hvilke avtale typer som typisk inngås under forhandling, og hvordan en forhandlingsprosess ser ut fra en forhandling starter til et endelig avtaleverk foreligger. Til slutt vil jeg gi en innholdsmessig oversikt over de viktigste standardklausulene i avtalene. Del II vil legge grunnlaget for forstå de rettslige problemstillingene som reises i oppgavens del III.

2.2 Partsforholdet VC-fondet, oppstartsselskapet og gründerne.

2.2.1 Et tredelt partsforhold

I ventureinvesteringer er partsforholdet tredelt mellom et VC-fond, et oppstartsselskap og gründerne av oppstartsselskapet. De blir fremover samlet kalt partene. Bakgrunnen for at partsforholdet er tredelt i ventureinvesteringer er at avtaleverket består av *både* en investeringsavtale og en aksjonæravtale. Investeringsavtalen regulerer det finansielle forholdet mellom partene, og krever at både VC-fondet og oppstartsselskapet inntas som avtaleparter som følge av at VC-fondet *tegner* aksjer i oppstartsselskapet (undertiden *kjøper* VC-fondet også aksjer i oppstartsselskapet direkte fra gründerne). Aksjonæravtalen regulerer på sin side det avtalerettslige forholdet mellom aksjonærene, og krever at VC-fondet og gründerne inntas som avtaleparter. Vanligvis inngås avtalene som to separate dokumenter, men som inntas i et samlet avtaleverk som signeres av alle tre parter.²⁸ Det hender også at avtalene inngås som én avtale som en slags hybrid av de to avtale typene.

Utfordringene med oppstartsselskapet som part i aksjonæravtalen retter seg som nevnt mot selskapsrettslige begrensninger i selskapets avtalefrihet. Utgangspunktet er at oppstartsselskapet er et eget rettssubjekt som kan inngå egne avtaler, herunder både aksjonæravtaler og investeringsavtaler.²⁹ Det er styret som kan inngå avtaler på vegne av selskapet i kraft av styrets alminnelige forvaltningsmyndighet i asl. § 6-12 og styrets rett til å representere selskapet utad i asl. § 6-30. Styrets forvaltningsmyndighet er begrenset av aksjelovens funksjonsfordeling som gir generalforsamlingen, i kraft av å være selskapets

²⁸ Intervju med anonyme kilder fra VC-fond, jf. også intervju med Max Samuel (2021).

²⁹ Woxholt, J. (2017) s. 366.

øverste myndighet, rett til å bestemme over enkelte særlige spørsmål, jf. asl. § 5-1. Styret kan således ikke binde myndigheten som tilligger generalforsamlingen, noe som medfører at styret ikke kan inngå avtaler om forhold som krever generalforsamlingsvedtak. Noen eksempler på beslutninger som tilligger generalforsamlingen å bestemme er utbetaling av utbytte i asl. § 8-2, avgjørelse om hvem som skal være styremedlemmer i asl. § 6-3, endringer av selskapets vedtekter i asl. § 5-18 og beslutning om kapitalforhøyelse i asl. § 10-1. Dette utgjør derfor en selskapsrettslig begrensning i selskapets avtalefrihet.

En annen begrensning er at hverken aksjonærene eller oppstartsselskapet gjennom avtale kan binde den frie myndighetsutøvelsen til selskapets organer. At partene ikke kan binde selskapsorganene (organbindinger³⁰) er som nevnt et utslag av at aksjonæravtaler generelt ikke kan gi selskapsrettslige virkninger.³¹ Regler om selskapsorganers myndighetsutøvelse er således preseptoriske, noe som betyr at heller ikke selskapet selv eller selskapets organer kan binde selskapsorganene gjennom avtale.³² Dette vil eksempelvis innebære at partene ikke kan gi bestemmelser om vetorettigheter selskapsrettslig virkning gjennom å innta selskapet som part i avtalen.³³

Begrensningene i oppstartsselskapets avtalekompetanse medfører at avtaler som inneholder bestemmelser som strider mot begrensningene ikke gyldig kan håndheves overfor selskapet og selskapsorganene.³⁴ En slik håndhevelse ville vært å gi avtalene selskapsrettslig virkning.³⁵ Selv om noen av bestemmelsene ikke kan håndheves overfor selskapet som avtalepart, er det i praksis uproblematisk ettersom bestemmelsene fremdeles vil være bindende for de øvrige avtalepartene. Dersom avtalen for eksempel inneholder en bestemmelse om hvem som skal sitte i styret så kan ikke selskapet bindes til dette, men VC-fondet og gründerne kan bindes til å stemme (stemmerettsavtale) for disse personene som styremedlemmer på selskapets generalforsamling. Utfordringene med det tredelte partsforholdet volder derfor sjeldent uoverkommelige problemer i praksis.

³⁰ Se mer om organbindinger i blant annet pkt. 2.4.4 og 3.4.2.

³¹ Woxholt, J. (2017) s. 162.

³² Woxholt, J. (2017) s. 162.

³³ Se mer om vetorettigheter blant annet i pkt. 2.4.4, 3.4.2 og 3.4.4.

³⁴ Se mer i pkt. 3.5.

³⁵ Woxholt, J. (2017) s. 275 og 374.

2.2.2 VC-fondet

Et venture capital-fond (VC-fond) kan direkte oversettes til et oppstartskapitalfond eller et vekstkapitalfond. Internasjonalt omtales VC-fond som et type private equity-fond og står som et motstykke til public equity-fond som er fond med børsnoterte aksjer.³⁶ VC-fond tilbyr kapital på vegne av en bakenforliggende større investormasse som kan bestå av både private personer, institusjoner eller staten.³⁷ Eksempler på norske VC-fond er Katapult Ocean, SNÖ og Investinor.³⁸

VC-fond investerer i selskaper i en tidlig fase, ofte i tilfeller hvor det aktuelle selskapet står overfor vekst eller ekspansjon men rent markedsmessig er antatt å være en risikabel investering.³⁹ På den måten skiller VC-fond seg fra såkalte såkorn-fond, som investerer i selskaper som er helt i startfasen. Et særtrekk med et VC-fond er at porteføljeselskapene tilbys en betydelig forretningskompetanse i kombinasjon med den finansielle investeringen, ofte omtalt som «intelligent kapital».⁴⁰ VC-fondets bidrag med administrative ressurser gjør at de kan betegnes som aktive eiere, noe som medfører at de ofte krever en eller flere plasser i selskapets styre og krever særskilte bestemmelser om vetorettigheter i aksjonæravtalen slik at den aktive eierrollen kan utøves optimalt.⁴¹

Det som driver et VC-fond til å investere i et oppstartsselskap er potensialet i idéen som blir presentert og gründerteamet bak idéen. Derfor utgjør gründerne en helt sentral del av investeringsbeslutningen til VC-fondet. For å sikre at gründerne og andre sentrale ansatte blir værende i selskapet inntas det ofte som vi skal se såkalte vesting-bestemmelser, hvor gründerne må jobbe i x-antall år før de får ta del i den eventuelle økonomiske oppsiden med investeringen.⁴²

Målet med investeringen er å muliggjøre en betydelig vekst i oppstartsselskapet slik at oppstartsselskapet tilslutt kan kjøpes opp eller børsnoteres. Dette skjer typisk mellom alt fra 3 til 7 år etter første investeringsrunde (dersom oppstartsselskapet lykkes), og markerer VC-

³⁶ Worsøe, A. H. (2006) s. 3.

³⁷ Blaauw, H. (2019) s. 208-209.

³⁸ Medlemmer NVCA (2021). <https://www.nvca.no/medlemmer/>

³⁹ Aabø-Evensen, O. K. (2011) s. 530.

⁴⁰ Worsøe, A. H. (2006) s. 4.

⁴¹ Se pkt. 2.4.4 og 2.4.6.

⁴² Se mer i pkt. 2.4.5.

fondets «exit» i selskapet.⁴³ Dersom oppstartsselskapet ikke kjøpes opp eller børsnoteres, inntreer som regel beskyttelsesbestemmelser som sikrer VC-fondet best mulig avkastning også i slike tilfeller.⁴⁴

2.2.3 Oppstartsselskapet

VC-fond investerer i såkalte oppstartsselskaper, eller det engelske begrepet «startups». Oppstartsselskaper er aksjeselskaper som befinner seg i en etableringsfase eller i en vekstfase. Man skiller derfor gjerne mellom henholdsvis såkalte såkorn-selskaper og vekst-selskaper når man snakker om oppstartsselskaper. Fremstillingen videre vil fokusere på vekst-selskaper da det som oftest er slike selskaper VC-fond investerer i (undertiden investerer VC-fond i både såkorn-selskaper og vekst-selskaper).

Et oppstartsselskap kjennetegnes ved at selskapet er i en så tidlig fase av selskapets livssyklus at det ofte kun er gründerne som står som aksjonærer. I tillegg vil selskapet ha svært lite faktiske verdier, hvorav den eventuelle verdien ligger i immaterielle rettigheter eller annen nøkkelinformasjon vedrørende teknologi eller merkevare.⁴⁵ Sammen med typisk negative frie kontantstrømmer gjør dette at selskapet ofte er uegnet som kunde av regulære banktjenester.⁴⁶

Et oppstartsselskap går gjennom ulike stadier med kapitalinnhenting. I etableringsfasen er som regel selskapet helt gründerfinansiert, før det etterhvert innhentes kapital fra «friends, family, & fools»⁴⁷, et begrep brukt om uformell kapitalinnhenting fra bekjente av gründerne. Hvem gründerne velger som første eksterne investor beror i stor grad på gründernes nettverk, hvem de søker kapital fra og litt flaks på tilslag på søknadene, men som regel velges enten en engelinvestor, et såkorn-fond eller et VC-fond som første eksterne investor.⁴⁸ Ved kapitalinnhenting gjennom et VC-fond blir investeringen kategorisert ut fra blant annet hvilken fase oppstartsselskapet er i og hvor stor investeringen er. Kategoriene strekker seg fra serie A til serie E, hvor serie A kjennetegner den tidligste investeringsfasen.⁴⁹ Fremstillingen videre vil kun ta utgangspunkt i serie A-investeringer.

⁴³ Boye, K. (2006) s. 58.

⁴⁴ Se mer i pkt. 2.4.2 og pkt. 2.4.3.

⁴⁵ Boye, K. (2006) s. 58.

⁴⁶ Berg-Utby, T., m.fl. (2006) s. 45.

⁴⁷ Intervjuer med anonyme kilder fra advokatfirmaer.

⁴⁸ Om engelinvestor se Finansforbundet (2021). <https://www.finansforbundet.no/folk-og-fag/fremtidens-arbeidsliv/dette-gjor-en-engelinvestor/>

⁴⁹ Startups (2018). <https://www.startups.com/library/expert-advice/series-funding-a-b-c-d-e>

I en serie A-investering innhentes kapital mellom alt fra 10 millioner kroner til 100 millioner kroner. Investeringen gjøres som regel i flere «transjer», hvor det totale investeringsbeløpet fordeles over flere år.⁵⁰ En investering kan eksempelvis skje i fem transjer fordelt på 5 år som til sammen utgjør 50 millioner kroner. Formålet med å investere i flere transjer er at VC-fondet kan stille vilkår om at det skal oppnås visse milepæler mellom hver transje. Det resulterer forhåpentligvis i at selskapet utvikles i en positiv retning mellom hver transje, og at investeringsrisikoen reduseres tilsvarende.

2.2.4 Gründerne

«Når en kapitalist møter en kremmer og en oppfinner».⁵¹ Gründere er kremmere eller oppfinnere med et øye for innovasjon. I Norge er venturemiljøet fremdeles såpass lite at det fortsatt er stor kamp mellom gründere om en plass hos VC-fondene. Det gjør at det stilles større krav til gründernes satsing, idéer og konsept. Dette skiller seg noe fra eksempelvis USA, hvor antall VC-fond er betraktelig flere enn i Norge.⁵² Som følge av den store konkurransen, vil gründere gjerne være glad kun for å bli valgt ut til å være med i en videre forhandlingsprosessen, noe som naturligvis gir VC-fondene sterke forhandlingskort.

Videre representerer VC-fondet og gründere ofte en stor forskjell hva gjelder profesjonalitet. VC-fondet har investering som hovedvirksomhet, og investerer gjerne flere ganger i året i flere forskjellige oppstartsselskaper. Gründere på sin side har ofte lite erfaring med investeringer, og for mange er opprettelsen av selskapet første og siste gang de betegner seg selv som gründere. Det finnes selvsagt unntak fra denne bemerkningen, eksempelvis ved såkalte serie-gründere som har startet flere selskaper. Serie-gründere vil gjerne ha mye større erfaring med investeringer enn førstegangsgründere. På et generelt grunnlag kan man likevel si at gründere som oftest er mindre profesjonelle enn VC-fondet. Denne ulikheten i profesjonalitet skiller seg fra andre kommersielle forhold, og vil kunne medføre at det oppstår en ujevn maktbalanse mellom partene. Som vi skal se kan det ha betydning for flere av de rettslige problemstillingene i oppgavens del III.

⁵⁰ Intervju med anonyme kilder fra VC-fond.

⁵¹ Worsøe, A. H. (2006) s. 3.

⁵² Intervju med Max Samuel (2021).

2.3 Oversikt over avtaleverket

2.3.1 Innledning

I dette kapittelet vil jeg gi en oversikt over hvilke avtale typer som inngås mellom partene i ventureinvesteringer. For å forstå hvorfor det inngås så mange ulike avtaler, er det nødvendig å se hvordan disse avtalene blir til. Jeg vil derfor først gi en oversikt over forhandlingsprosessen, før jeg vil gi en kort beskrivelse av den enkelte avtale.

Hvilke avtaler som tas med i avtaleverket er overordnet betinget av partenes behov i det aktuelle tilfellet. Det finnes således ikke et standard avtaleverk for ventureinvesteringer, men man ser gjerne at noen avtaler ofte går igjen. Hvordan avtaleverket ser ut beror også på valg av terminologi. Kjært barn har mange navn, men det betyr ikke at det innholdsmessig er store forskjeller selv om avtale typene kan ha ulik terminologi. Jeg har tatt utgangspunkt i et typisk avtaleverk og en terminologi som har vært gjennomgående i mine empiriske undersøkelser. Avtaleverket har som regel sett slik ut; (i) konfidensialitetsavtale (NDA), (ii) intensjonsavtale og/eller term sheet, (iv) investeringsavtale og (v) aksjonæravtale. Det særegne med dette avtaleverket sammenlignet med andre transaksjoner, er at det endelige avtaleverket består av både en investeringsavtale og en aksjonæravtale.

2.3.2 Forhandlingsprosessen

Jeg har valgt å dele forhandlingsprosessen inn i fire faser ut fra hvordan dette typisk skjer i praksis; (i) tidlig forhandling, (ii) due diligence, (iii) avsluttende forhandling og (iv) forholdet til en ny investor i en senere investeringsrunde.⁵³ De ulike forhandlingsfasene krever ulike avtale typer slik at partene kan sikre sine interesser underveis i prosessen. Som jeg skal komme tilbake til i pkt. 3.2 vil de ulike forhandlingsfasene og avtaleinngåelsene kunne reise særlige bindingsspørsmål.

I tidlig forhandling vil det normalt inngås en NDA, en intensjonsavtale og/eller et term sheet.⁵⁴ I tidlig forhandling prøver partene å komme til enighet rundt de viktigste bestemmelsene i avtalene. Dersom partene ikke kommer til enighet rundt disse bestemmelsene vil det vanskelig kunne gjennomføres en investering, og forhandlingen må da

⁵³ Intervju med Max Samuel (2021) og intervju med anonyme kilder i advokatfirma og VC-fond.

⁵⁴ Se pkt. 2.3.2 til 2.3.3.

avsluttes. Det er derfor helt avgjørende at partene legger sine viktigste bestemmelser på bordet så tidlig som mulig. Det vil kunne være både kostnadseffektiv og tidsbesparende.

Dersom partene kommer til enighet, vil det i neste fase gjennomføres en due diligence. En due diligence er en gjennomgang av oppstartsselskapet.⁵⁵ Dersom due diligence-prosessen gir tilfredsstillende resultater, går partene inn i avsluttende forhandlinger hvor det inngås en investeringsavtale og en aksjonæravtale. Disse avtalene bygger som regel på de bestemmelsene som ble fremforhandlet i tidlig forhandlingsfase, og innebærer derfor sjeldent uenigheter. Den siste fasen omhandler situasjonen som oppstår hvis oppstartsselskapet skal innhente mer kapital fra en ny investor. En ny investor krever som regel at det enten inngås et nytt avtaleverk, eller at ny investor får tiltre eksisterende avtaleverk.⁵⁶

2.3.3 Konfidensialitetsavtale

En konfidensialitetsavtale, eller «non-disclosure agreement» (NDA) blir gjerne initiert av gründerne. Målet er å sikre at sensitiv informasjon om selskapet som deles under forhandling ikke blir misbrukt eller delt videre. I ventureinvesteringer er konfidensialitetsavtaler viktig ettersom VC-fondene som regel investerer i mange selskaper samtidig, hvor noen av dem kan være konkurrenter av hverandre. Dersom et VC-fond har investert betydelig i et konkurrerende selskap vil det kunne være til VC-fondets fordel å videreformidle idéer eller teknologi om oppstartsselskapet til det konkurrerende selskapet.

En konfidensialitetsavtale har bindende virkning mellom partene. Det betyr at dersom konfidensialiteten brytes kan det utløse misligholdsbeføyelser. Avtalen som selvstendig dokument har størst betydning under tidlig forhandling ettersom det som regel inntas konfidensialitetsbestemmelser i aksjonæravtalen eller investeringsavtalen.

2.3.4 Intensjonsavtale og/eller term sheet

En intensjonsavtale, eller «letter of intent» (LoI), er et dokument som utfyllende beskriver hvilke foreløpige intensjoner partene har i innledende forhandlinger og for prosessen videre. Intensjonsavtalen inngås gjerne som et alternativ til et «term sheet». Et term sheet beskriver

⁵⁵ Due diligence- prosessen vil bli nærmere redegjort for i pkt. 3.2.3

⁵⁶ Den siste fasen vil bli behandlet nærmere i pkt. 3.2.6

også partenes intensjoner med forhandlingene, men vil til forskjell fra en intensjonsavtale være utformet mer som en vilkårsmatrise.⁵⁷

Begge avtaletypene inneholder de viktigste bestemmelsene vedrørende partenes rettigheter og forpliktelser, og vil derfor fungere som et utgangspunkt ved utformingen av innholdet i aksjonæravtalen. Om partene velger å inngå en intensjonsavtale og/eller et term sheet, er en smakssak.⁵⁸ I mine empiriske undersøkelser har aktørene like ofte anvendt seg av intensjonsavtaler som term sheets. For enkelhetens skyld vil jeg i den videre fremstillingen anvende terminologien term sheets om begge avtaletypene. Term sheets er, med unntak av bestemmelser om eksklusivitet og lovvalg, typisk *ikke* ment å ha bindende virkning mellom partene. Som vi vil se i pkt. 3.2.2 kan avtaletypen likevel reise noen bindingsspørsmål.

2.3.5 Investeringsavtalen

Investeringsavtalen beskriver partenes investeringsforpliktelser og inneholder en oversikt over hvordan investeringen rent teknisk skal gjennomføres, samt reguleringer av konsekvensene av mislighold og garantier.⁵⁹ Investeringsavtalen inngås som nevnt vanligvis som et separat dokument, men som inntas i et samlet avtaleverk som signeres av alle tre partene.⁶⁰ Å separere investeringsavtalen og aksjonæravtalen i egne dokumenter kan være hensiktsmessig som følge av at de regulerer ulike forhold ved investeringen. I tillegg vil investeringsavtalen være gjennomført når hele investeringen er innbetalt, mens aksjonæravtalen vil regulere partenes avtalerettslige forpliktelser overfor hverandre både under og etter investeringen er gjennomført. Investeringsavtalen vil likevel kunne få betydning også etter at investeringen er gjennomført, for eksempel ved et mislighold.⁶¹ Investeringsavtalen har bindende virkning mellom partene. Dersom investeringen skal gjennomføres i flere transjer vil det imidlertid kunne reises særlige bindingsspørsmål. Disse vil bli drøftet i pkt. 3.2.4.

2.3.6 Aksjonæravtalen

En aksjonæravtale inneholder bestemmelser om utøvelse av aksjonærrettigheter i selskapet.⁶² Den beskriver således partenes *avtalerettslige* rettigheter og forpliktelser overfor hverandre

⁵⁷ Blaauw, H. (2019) s. 40.

⁵⁸ Blaauw, H. (2019) s. 38.

⁵⁹ Aabø-Evensen, O. K. (2011) s. 961.

⁶⁰ Intervju med Max Samuel (2021). Se også pkt. 2.2.1.

⁶¹ Se mer i pkt. 3.5.

⁶² Woxholt, J. (2017) s. 26.

om utøvelsen av *selskapsrettslige* aksjonærrettigheter.⁶³ Formålet med aksjonæravtaler er å justere det maktforhold mellom aksjonærer som ellers følger av lov og vedtekter, og er et nyttig verktøy for partene til å skreddersy hvordan partsforholdet skal reguleres dem i mellom.⁶⁴ Eksempelvis vil aksjelovens flertallsprinsipp og styrebestemmelser ofte være nødvendig å fravike til fordel for bestemmelser om vetorettigheter og særskilte styremekanismer.⁶⁵

En aksjonæravtale er bindende mellom partene i avtalen.⁶⁶ I ventureinvesteringer inngås aksjonæravtalen som nevnt også av oppstartsselskapet, og er derfor bindende for selskapet så langt avtalens innhold ikke strider med aksjerettens preseptoriske regler. Disse begrensningene innebærer riktignok normalt at det meste av aksjonæravtalen ikke kan gjøres gjeldende overfor oppstartsselskapet.

2.4 Empirisk oversikt over innholdet i avtalene

2.4.1 Innledning

I dette kapitlet skal jeg gi en empirisk oversikt over innholdet i avtalene og gi eksempler på typiske standardklausuler. Jeg vil tolke innholdet i bestemmelsene, og beskrive hvorfor bestemmelsene er investorvennlige, og hvordan de eventuelt skiller seg fra aksjelovgivningen. Bestemmelsene som blir fremhevet i den videre fremstillingen har vært gjennomgående i alle avtaleverkene jeg har undersøkt, og kan derfor kalles standardklausuler for avtaler i ventureinvesteringer. Eksempler på bestemmelsene er hentet fra ulike term sheets og aksjonæravtaler, men i praksis ser man at noen bestemmelser inntas både i aksjonæravtalen og investeringsavtalen. Dette vil for eksempel gjelde bestemmelser om aksjenes verdi.

I den videre fremstillingen vil jeg dele standardklausulene inn i overordnede emner som brukes i det praktiske rettsliv; (i) aksjenes verdi, (ii) aksjenes struktur, (iii) vetorettigheter, (iv) kapital, (v) styring, og (vi) exit-mekanismer.

⁶³ Hjort, H. (2006) s. 65.

⁶⁴ Hjort, H. (2006) s. 67.

⁶⁵ Se mer om vetorettigheter og styremekanismer i henholdsvis pkt. 2.4.4 og 2.4.6.

⁶⁶ Woxholt, J. (2017) s. 279.

2.4.2 Aksjenes verdi

Bestemmelser om aksjenes verdi omhandler verdien på selskapet, som igjen deles på antall aksjer i selskapet. Aksjenes verdi fastsettes tradisjonelt gjennom ulike metoder for verdsettelse, og det gjøres gjerne analyser av selskapet for å fastsette et verdigrunnlag. I ventureinvesteringer skiller dette seg vesentlig ettersom oppstartsselskaper vil ha lite grunnlag å basere analysene på. Verdifastsettelsen av oppstartsselskaper gjøres derfor veldig forenklet, og baseres på en vurdering av potensialet i selskapet og gründernes idéer. Et eksempel på en bestemmelse om aksjenes verdi:

“The price per each Share (the “Original Subscription Price”) is based on a Company pre-money valuation of NOK [amount]”.⁶⁷

Ordlyden «*pre-money valuation*» sikter til at verdsettelsen skjer på bakgrunn av selskapets verdigrunnlag før investeringen. Noen ganger kan man se at aktørene anvender «*post-money valuation*» hvor verdsettelsen baseres på selskapets verdigrunnlag øyeblikkelig *etter* at investeringen er gjennomført.⁶⁸ Forskjellen er altså det beløpet som investeres inn i selskapet. Om partene velger en pre- eller post-money valuation kan ha stor betydning for hvilken aksjeandel VC-fondet sitter igjen med etter at investeringen er gjennomført. For eksempel dersom VC-fondet investerer 2,5 millioner kroner i første transje, vil VC-fondet få en aksjeandel på 20 % dersom pre-money valuation av selskapet ble satt til 10 millioner kroner. Hvis partene hadde valgt en post-money valuation ville selskapet blitt verdsatt til 10 millioner *inkludert* investeringen på 2,5 millioner kroner. VC-fondet ville da fått en aksjeandel på 25 %.

Forhandlinger om hvordan selskapet skal verdsettes er derfor ofte langvarige. Gründere ønsker på sin side å verdsette selskapet høyest mulig ettersom det vil generere mer kapital ved aksjeinnskuddet, mens VC-fondet på sin side naturligvis ønsker lavest mulig verdsettelse og helst en post-money valuation. For å unngå eller å stoppe langvarige forhandlinger anvendes ofte konvertible lån som et alternativ til aksjer for at partene skal kunne utsette verdsettelsen av selskapet til et senere tidspunkt hvor selskapet forhåpentligvis er mer modent. Konvertible lån, eller «convertible notes», er lån fra VC-fondet som konverteres til aksjeandeler basert på verdsettelsen av selskapet i en senere investeringsrunde. Sammenlignet med verdsettelsen for

⁶⁷ Startuptools (2021). <https://startuptools.org/no/term-sheet/>

⁶⁸ Intervju med Max Samuel (2021).

de investorene som investerer i den senere runden, konverteres lånet typisk med en rabatt (gjærne 20%) som kompensasjon for at VC-fondet investerte tidligere og med høyere risiko.⁶⁹

2.4.3 Aksjenes struktur

Bestemmelser om aksjenes struktur regulerer hvordan aksjene er strukturert gjennom eventuelle aksjeklasser. Å strukturere aksjer i ulike aksjeklasser fraviker likhetsgrunnsetningen i asl. § 4-1 første ledd som gir alle aksjer lik rett i selskapet. Å fravike likhetsgrunnsetningen vil som vi skal se kunne gi grunnlag for anse avtalen som ugyldig.⁷⁰ Avtaler med ulike aksjeklasser er svært investorvennlige ettersom det gir VC-fondets aksjer særegne fordeler i flere bestemmelser. Dette kommer til uttrykk i avtalene gjennom at VC-fondets aksjer omtales som «Preferred Stock», eller «Series A Preferred».⁷¹

Aksjenes struktur kommer blant annet til uttrykk i bestemmelser om utvanning og likvidasjonspreferanser. Bestemmelser om utvanning, eller på engelsk «anti-dilution», sørger for at VC-fondets aksjer ikke blir utvannet dersom verdsettelsen av aksjene viser seg å bli lavere ved en senere finansieringsrunde. Dersom en senere finansieringsrunde gjøres til en lavere aksjeverdi, vil således VC-fondet ha mulighet til å tegne aksjer til pålydende slik at snittprisen blir lik den nye lavere prisen. På den måten unngår VC-fondet utvanning av sin aksjepost. Et eksempel på en utvanningsbestemmelse er:

«In the event that the Company issues additional securities at a purchase price less than the current Series A Preferred conversion price, such conversion price shall be adjusted in accordance with the following formula ...».⁷²

Utvanningsbestemmelser forutsetter at VC-fondet har en kjøpsopsjon, eller på engelsk «call-option», i fremtidige investeringsrunder.⁷³ En kjøpsopsjon er kort fortalt en rett til å erverve aksjer.⁷⁴ I eksemplet over fremkommer kjøpsopsjonen implisitt, men man ser også avtaler med bestemmelser som eksplisitt gir VC-fondet kjøpsopsjoner i nærmere bestemte tilfeller. Utvanningsbestemmelser er på den måten svært investorvennlige ettersom gründernes

⁶⁹ Intervju med anonyme kilder fra VC-fond.

⁷⁰ Se pkt. 3.4.2.

⁷¹ Intervju med anonyme kilder fra flere advokatfirmaer.

⁷² NVCA (2021). <https://nvca.org/model-legal-documents/>

⁷³ Woxholt, J. (2017 s. 88.

⁷⁴ Woxholt, J. (2017 s. 88.

aksjeandeler i en senere investeringsrunde vil bli «dobbelutvannet» som følge av at den nye investoren får sin aksjepost og at VC-fondet øker sin aksjepost tilsvarende.

Bestemmelser om likvidasjonspreferanser, eller «liquidation preference» eller «participating preferred», angir hva de ulike aksjonærene skal få ved en likvideringshendelse (vanligvis salg eller fusjon) av oppstartsselskapet. Bestemmelsen skal sikre at VC-fondet ikke går i for mye tap ved en likvidering til en lavere verdi enn det VC-fondet investerte på. Et eksempel på en bestemmelse om likvidasjonspreferanse:

«1x non-participating preference. A sale of all or substantially all of the Company's assets, or a merger (collectively, a "Company Sale"), will be treated as a liquidation".⁷⁵

Likvidasjonspreferanser deles gjerne inn i 1x participating eller 1x non-participating. «1x» betyr at VC-fondet får igjen 1 gang sin investering ved en likvidering. «Participating» betyr at VC-fondet ikke bare får 1 gang sin investering, men også en sum tilsvarende deres % i aksjer. «Non-participating» betyr at VC-fondet får velge mellom å få utbetalt 1 gang sin investering, eller den summen som tilsvarer deres % i aksjer. Et eksempel: VC-fondet Tek har investert 6 millioner kroner tilsvarende 50 % av aksjene i oppstartsselskapet Music. Aksjene har likvidasjonspreferanse 1x non-participating. Hvis Music blir solgt for 10 millioner kroner, vil Tek få utbetalt 6 millioner kroner ettersom beløpet er større enn hva salgssummen for 50 % av aksjene er. De resterende 4 millioner kroner vil bli delt ut til de resterende aksjonærene. Dersom Tek har likvidasjonspreferanse 1x participating ville Tek ved et salg av Music på 10 millioner kroner få utbetalt 8 millioner kroner. Tek ville da fått utbetalt 1x sin investering på 6 millioner kroner pluss 50 % av den resterende summen som følge av deres aksjepost på 50 %. I et slikt tilfelle vil resterende aksjonærer kun fått utbetalt 2 millioner kroner.

Bestemmelser om likvidasjonspreferanser vil således kunne ha mye å si for hvor mye partene sitter igjen med ved en likvidering av selskapet til en lavere verdi enn det VC-fondet investerte på. Begrunnelsen for at slike bestemmelser inntas i avtalene er at oppstartsselskapet typisk er forbundet med så høy risiko at VC-fondet ønsker å sikre seg det som eventuelt er overskytende ved en likvidering. Likvidasjonspreferanser er derfor også svært investorervennlige.

⁷⁵ Y Combinator (2021). https://www.ycombinator.com/assets/ycdc/Standard_Series_A_TS-302bdcb9d40ef1f15bbd46ddeb8bc021b6a062f4dce38ac5e082b349dc585e35.docx

Ved å bruke bestemmelser om utvanning eller likvidasjonspreferanser som sikkerhet kan VC-fondet gå med på en høyere verdifastsettelse av selskapet enn de i utgangspunktet hadde tenkt, som en slags kompromissløsning for gründerne. Slike bestemmelser kan imidlertid også bli fremforhandlet av VC-fondet som følge av at VC-fondet besitter ren forhandlingsmakt. Man kan derfor se avtaler som har en lav verdifastsettelse, men som også har bestemmelser om utvanning og likvidasjonspreferanser.

2.4.4 Vetorettigheter

Bestemmelser om vetorettigheter, eller beskyttelsesbestemmelser, eller på engelsk «protective provisions», gir også VC-fondets aksjer særegne rettigheter. Vetorettigheter formuleres ofte som samtykkekrav, hvoretter samtykke fra VC-fondet må innhentes for å kunne gjennomføre større forhold i selskapet. Vetorettigheter er nok de mest omtalte bestemmelsene i ventureinvesteringer ettersom de er svært investorvennlige. Et eksempel på en bestemmelse om vetorettigheter:

“Approval of the Preferred Majority required to (i) change rights, preferences or privileges of the Preferred Stock; (ii) change the authorized number of shares; (iii) create securities senior or pari passu to the existing Preferred Stock; (iv) redeem or repurchase any shares (except for purchases at cost upon termination of services or exercises of contractual rights of first refusal); (v) declare or pay any dividend; (vi) change the authorized number of directors; or (vii) liquidate or dissolve, including a Company Sale. Otherwise votes with Common Stock on an as-converted basis». ⁷⁶

Eksemplet viser en nokså kortfattet bestemmelse om vetorettigheter, men man ser gjerne at disse kan bli svært omfattende som følge av at VC-fondet forsøker å beskrive ethvert forhold de ønsker å kontrollere. Ordlyden i eksemplet viser til flere forhold som etter aksjeloven krever generalforsamlingsvedtak, eksempelvis pkt. (vii) om oppløsning som krever generalforsamlingsvedtak etter asl. § 16-1 første ledd.⁷⁷ Vetorettigheter må derfor karakteriseres som såkalte «organbindinger» som er bestemmelser som forsøker å binde selskapets organer.⁷⁸

⁷⁶ Y Combinator (2021).

⁷⁷ Se også eksempler på andre beslutninger som krever generalforsamlingsvedtak i pkt. 2.2.1.

⁷⁸ Woxholt, J. (2017) s. 81.

Organbindinger kan ikke selskapsrettslig gyldig avtales ettersom det vil gi avtalen selskapsrettslige virkninger.⁷⁹ Spørsmålet blir da om avtalen skal settes til side som ugyldig, eller om den kan tolkes slik at den oppstiller en gyldig stemmerettsforpliktelse.⁸⁰ I eksempelet over er det nettopp det partene har forsøkt, hvor bestemmelsen har tittelen «voting rights», eller «stemmerettigheter». Som jeg vil komme tilbake til i pkt. 3.3.2 vil det imidlertid også for vetorettigheter *uten* en slik tittel måtte antas at bestemmelsene kan tolkes slik at de oppstiller en gyldig stemmerettsforpliktelse, og som derfor utgjør en gyldig stemmerettsavtale mellom aksjonærene som er part i avtalen.⁸¹ For bestemmelser som forsøker å binde *styrets* myndighetsutøvelse, for eksempel pkt. (v) om utbetaling av utbytte (som krever forslag fra styret før generalforsamlingen kan gjøre sin beslutning etter asl. § 8-2), stiller tolkningsspørsmålet seg noe annerledes. Dette vil jeg også komme tilbake til i pkt. 3.3.2.

Som følge av dette gir vetorettigheter VC-fondet kun en *avtalerettslig* rett til å samtykke til en beslutning.⁸² Konsekvensen av det er at en beslutning avgjort i selskapets organer i strid med vetorettighetene i realiteten gyldig kan håndheves i selskapet. Dette forekommer imidlertid sjeldent i praksis ettersom aksjonærene (som utgjør selskapets generalforsamling⁸³) som oftest etterlever sine avtalerettslige forpliktelser. Bakgrunnen for det er at dersom de avtalerettslige forpliktelsene brytes, eksempelvis gjennom at en aksjonær stemmer for et vedtak i strid med VC-fondets ønsker, vil det kunne utløse misligholdsbeføyelser.⁸⁴

Bestemmelser om vetorettigheter kan medføre at gründerne havner i en lockup-situasjon hvor de ikke har mulighet til å komme seg ut av selskapet eller innhente ny ekstern finansiering uten samtykke fra VC-fondet (se for eksempel pkt. (iv) i eksempelet over). En lockup-situasjon er stridende med utgangspunktet om at aksjer er fritt omsettelige i asl. § 4-15 første ledd, sett bort fra omsetningsbegrensningene om samtykkekrav og forkjøpsrett i asl. § 4-15 annet og tredje ledd.⁸⁵ Det var i en lockup-situasjon gründerne i Snapsale-eksemplet hevdet at de befant seg i, og som etter deres mening medførte at de tilslutt gikk med store økonomiske tap.⁸⁶ Å havne i en lockup-situasjon er ofte derfor lite ønskelig for gründerne.

⁷⁹ Woxholt, J. (2017) s. 81, se også fremstillingens pkt. 1.3.

⁸⁰ Woxholt, J. (2017) s. 236.

⁸¹ Som vi vil se i pkt. 3.3 er det en presumsjon for objektiv tolkningsstil i avtaler i ventureinvesteringer men som det i visse tilfeller må gjøres unntak fra.

⁸² Woxholt, J. (2017) s. 191 og asl. §§ 5-17 til 5-20.

⁸³ Jf. asl. § 5-1 første ledd.

⁸⁴ Se mer i pkt. 3.5.

⁸⁵ NOU 1996:3 s. 71 (forarbeidets pkt. 8.3 flg) og Woxholt, J. (2017) s. 85.

⁸⁶ Se pkt. 1.2.

Det er likevel viktig å bemerke at målet for *begge* parter er å få en økonomisk gevinst gjennom å utvikle oppstartsselskapet til suksess. Bestemmelser om vetorettigheter skal derfor beskytte VC-fondet (og i de fleste tilfeller også gründeres interesser) mot avgjørelser som kan påvirke selskapet i negativ retning. En lockup-situasjon trenger derfor ikke alltid å være en negativ situasjon for gründerne. Som vi skal se i pkt. 3.4.2 vil imidlertid vetorettigheters karakter som helhet uansett kunne tale for at bestemmelsen kan bli ansett som ugyldig.

2.4.5 Kapital

Emnet kapital regulerer hvordan kapital inn og ut av selskapet skal gjennomføres for de årene VC-fondet har planlagt å investere. Her reguleres blant annet garantiordninger, eventuelle transjer og fremtidige opsjonsavtaler. Det særegne for ventureinvesteringer i emnet kapital er at det ofte inntas såkalte «vesting»-bestemmelser.⁸⁷ Vesting-bestemmelser er i korte trekk en slags eksplisitt lockup for gründerne. Dersom gründerne forlater selskapet innen x antall år, må de også selge aksjene sine i selskapet til den prisen de kjøpte aksjene for (som regel lite ettersom gründerne startet selskapet). For at gründerne skal få ta del av oppsiden med investeringen må de altså jobbe i selskapet i x antall år. Et eksempel på en vesting-bestemmelse er:

“The Founders will commit to continue full time employment with the Company for three years. In the event that the employment with the Company is terminated during the three years, the Founders are obligated to sell all or some of the shares owned by the Founder to the Company. The purchase price shall be equal to the purchase price the Founder paid for the shares”.⁸⁸

Vesting-bestemmelser er, på samme måte som vetorettigheter, stridende med utgangspunktet om at aksjer er fritt omsettelige i asl. § 4-15. Det som følge av at vesting-bestemmelser inneholder en plikt til å avhende aksjer i tilfeller hvor gründeren ønsker å si opp sin stilling i selskapet. En vesting-bestemmelse er videre en kjøpsopsjon typisk enten for selskapet (slik som i eksemplet overfor) eller for VC-fondet.⁸⁹ Gjennom en vesting-bestemmelse blir således VC-fondet dobbelsikret; de sikrer seg en preventiv effekt ved at gründerne føler de må bli værende i selskapet, og de sikrer seg en mulighet til å øke eksponeringen mot investeringen i selskapet gjennom en kjøpsopsjon dersom gründerne skulle forlate selskapet. Som vi skal se i

⁸⁷ Som nevnt i pkt. 2.2.2

⁸⁸ Startup Lab (2021). <https://startuplab.no/documents/>

⁸⁹ Woxholt, J. (2017 s. 88.

pkt. 3.4.2 vil vesting-bestemmelser, særlig i sammenheng med bestemmelser om vetorettigheter, kunne tale for at aksjonæravtalen er ugyldig.

2.4.6 Styring

I emnet styring, eller engelsk oversatt til «governance», inntas det blant annet bestemmelser som regulerer styremekanismer. Bestemmelser om styremekanismer omhandler selskapets styresammensetning. En bestemmelse om styremedlemmer kan eksempelvis se slik ut:

“The Investor may appoint [x] representative(s) as a board member or observer”.⁹⁰

VC-fondet vil ofte kreve få å velge et eller flere styremedlemmer, men som regel får gründerne velge majoriteten av styremedlemmene. Bakgrunnen for det er at bestemmelser om vetorettigheter uansett vil fungere som en sikkerhet for VC-fondet om de viktigste beslutningene som tas i selskapet, og det gjør da ingenting at gründerne får velge majoriteten av styremedlemmene. Det vil kunne være til VC-fondets fordel ettersom gründerne (som kjenner selskapet best) da kan kontrollere den daglige driften av selskapet.

Bestemmelser om styremedlemmer er stridende med utgangspunktet i asl. § 6-3 som tillegger generalforsamlingen å velge styremedlemmene. Bestemmelser om styremedlemmer er derfor i realiteten en organbinding, og er i utgangspunktet ugyldig som følge av at de strider mot preceptoriske regler i aksjeretten. Slike bestemmelser kan imidlertid, som jeg skal komme tilbake til i pkt. 3.3.2, også tolkes som gyldige stemmerettsavtaler.

2.4.7 Exit-mekanismer

Emnet exit-mekanismer tar sikte på å regulere hvilke tilfeller som kan utløse en exit i selskapet ved salg av aksjene i selskapet. Her inntas bestemmelser om en eventuell salgsprosess, børsnøtering, medsalgsrett- og plikt, fortrinnsrett og forkjøpsrett. En viktig exit-mekanisme i ventureinvesteringer er bestemmelser om medsalgsrett- og plikt.

Ved en medsalgsrett, «tag along», gis aksjonærene en rett til å selge sine aksjer sammen med de øvrige aksjonærenes aksjer ved et salg til en tredjepart.⁹¹ Bestemmelser om medsalgsrett

⁹⁰ Startup Lab (2021).

⁹¹ Hjort, H. (2006) s. 74

oppretter således et betinget forbud mot å avhende aksjer til en erverver som ikke går med på også å erverve aksjene til de andre berettigede etter bestemmelsen om medsalgsrett.⁹²

Bestemmelser om medsalgsrett ligner også på en salgsopsjon ettersom aksjonærene får en rett til å selge aksjen. Formålet med bestemmelser om medsalgsrett er følgelig å sikre aksjonærene mot å bli innelåst i en minoritetsposisjon dersom de øvrige avtaleparter overdrar sine aksjer til en tredjepart. På den måten er bestemmelsen investorvennlig ettersom VC-fondet (som typisk sitter på en minoritetspost i selskapet) sikrer seg retten til å selge aksjene. Et eksempel på en bestemmelse om medsalgsrett:

“In the event of a transfer of more than [15] % of the shares in the Company, in any transaction or series of transactions, each of the other shareholders shall have the right to sell a pro rata portion of its shares equal to the portion of shares such selling shareholders will sell, at the same price and on the same terms and conditions as the selling shareholders.”⁹³

Ved en medsalgsplikt, «drag along», forplikter aksjonærene seg overfor de øvrige partene i avtalen å tilby sine aksjer for salg til en tredjeperson som erverver de øvrige aksjonærenes aksjer.⁹⁴ Bestemmelser om medsalgsplikt oppstiller således et påbud om å avhende aksjer.⁹⁵ I ventureinvesteringer kan bestemmelsen være med på å gjøre en exit enklere ved at aksjonærene (sett at de alene eller tilsammen oppnår x % av aksjeandelen i selskapet) kan tvinge de andre aksjonærene i avtalen til å selge aksjene sine.

Både bestemmelser om medsalgsrett- og plikt får anvendelse når en av aksjonærene selger x % eller mer av aksjene sine i selskapet. Som oftest settes % av aksjeandelen lavere for bestemmelser om medsalgsrett som følge av at bestemmelsen utløser en rett og ikke en plikt. Formålet med begge bestemmelsene er å sikre aksjonærene muligheten til å selge aksjene til en akseptabel pris.⁹⁶ Bestemmelser om medsalgsrett- og plikt står derfor på mange måter som en motsetning til bestemmelsene om vetorettigheter ettersom de gir gründerne en måte å omgå omsetningsforbudet som ofte følger av vetorettighetene.

⁹² Woxholt, J. (2017) s. 92.

⁹³ Startup Lab (2021).

⁹⁴ Hjort, H. (2006) s. 74.

⁹⁵ Woxholt, J. (2017) s. 91 og s. 92.

⁹⁶ Woxholt, J. (2017) s. 90.

Del III - Rettslige problemstillinger

3.1 Innledning

I denne delen av oppgaven behandles et *utvalg* av rettslige problemstillinger som kan reises for avtaler i ventureinvesteringer. De rettslige problemstillingene som reises i det følgende omhandler inngåelse, tolkning, ugyldighet og mislighold.

3.2 Inngåelse

3.2.1 Innledning

I dette kapittelet vil jeg besvare noen av spørsmålene som kan reises for inngåelse av avtaler i ventureinvesteringer. Hovedproblemstillingen er når partene må anses rettslig bundet av de ulike avtalene når de inngås i en forhandlingsprosess. Som nevnt i pkt. 2.3.1 kan forhandlingsprosessen deles inn fire faser; (i) tidlig forhandling, (ii) due diligence, (iii) avsluttende forhandling og (iv) forholdet til en ny investor i en senere investeringsrunde. Den videre fremstillingen vil ta utgangspunkt i de fire fasene slik at spørsmålene rundt binding enklere kan knyttes opp mot prosessen i forhandlingene. Før jeg drøfter bindingsspørsmålene vil jeg redegjøre for det avtalerettslige utgangspunktet for inngåelse av avtaler.

3.2.2 Det avtalerettslige utgangspunktet for inngåelse av avtaler

Tradisjonelle avtalerettslige regler bygger på prinsippet om formfrihet hvilket innebærer at avtaler kan inngås på enhver måte som viser at partene har ønsket å binde seg avtalerettslig.⁹⁷ Et kjernesporsmål ved inngåelse av avtaler i en forhandlingsprosess er når står man overfor en uforpliktende forberedelse, og når står man overfor en rettslig bindende disposisjon.⁹⁸ Det avgjørende for dette spørsmålet når partene får en berettiget forventning om at det er inngått en rettslig bindende disposisjon.

Utgangspunktet om berettigede forventninger har flere ganger vært fastslått av Høyesterett, blant annet i Rt. 2001 s. 1288 på side 1298, den såkalte «Gate Gourmet-saken». Høyesterett uttalte her at det for spørsmålet om det foreligger en berettiget forventning må gjøres en konkret helhetsvurdering av situasjonen, hvor partenes forhold, forhandlingene og omstendighetene forøvrig er viktige momenter. Det avgjørende for helhetsvurderingen er når

⁹⁷ Prinsippet om formfrihet i NL 5-1-1 jf. også Woxholt, J. (2017) s. 19.

⁹⁸ Woxholt, G. (2017) s. 61.

den ene parten har fått *en rimelig grunn til å tro* at det er av inngått en avtale.⁹⁹ Dette vil være utgangspunktet for den videre drøftelsen om binding.

3.2.3 Tidlig forhandling

Det første spørsmålet som kan reises for avtaler i tidlig forhandling er i hvilken grad en konfidensialitetsavtale kan gi berettigede forventninger om at partene allerede her er bundet til å gjennomføre investeringen. Spørsmålet må ganske klart besvares benektende idet gründerne på et så tidlig stadium ikke med rimelighet kan sies å ha fått en forventning om at VC-fondet har forpliktet seg til investeringen.

Hva gjelder term sheets, er utgangspunktet som nevnt at den ikke er ment å ha bindende virkning mellom partene. Spørsmålet blir derfor om et term sheet likevel kan ha bindende virkning som følge av at avtalen kan gi en av partene berettigede forventninger. Det finnes kun noen få avgjørelser som sier noe om i hvilken grad term sheet kan anses bindende for partene. Disse vil bli fremholdt i det følgende.

I Rt. 1995 s. 543 «Selsbakkhøgda borettslag» på side 552 uttalte Høyesterett seg konkret om intensjonsavtaler (term sheets). Høyesterett sa at presumsjonen ved avtaler av denne typen er at partene *ikke* er forpliktet til å inngå den påtenkte avtalen, men at det i enkelte tilfeller kan være momenter som gjør at partene ikke fritt kan trekke seg ut av forholdet. Geir Woxholt mener presumsjonen om uforpliktethet ligger i at partene ikke behøver å sannsynliggjøre en rimelig grunn for å unnlate å inngå det påtenkte avtaleforholdet.¹⁰⁰ Det taler for et term sheet kun i sjeldne tilfeller kan gi berettigede forventninger om at avtalen er bindende.

Videre i Rt. 1998 s. 946 på s. 958 uttalte Høyesterett seg generelt om partenes risiko for å bli juridisk forpliktet før endelig avtale er inngått. Høyesterett viste til flere tidligere Høyesterettsavgjørelser hvor det ut fra en konkret vurdering var lagt til grunn at partene kan bli bundet til avtalene når de er blitt enige om alle *vesentlige punkter* i avtalen.¹⁰¹ I den aktuelle saken kom Høyesterett til at partene var bundet til intensjonsavtalen som følge av at det forelå enighet om vesentlig punkter i avtalen, og at den muntlige korrespondansen mellom partene måtte oppfattes som at det var gitt et tilbud og en aksept. Dette samsvarer med

⁹⁹ Jf. gate gourmet-saken på s. 1298, jf. også Woxholt, G. (2017) s. 69.

¹⁰⁰ Woxholt, G. (2017) s. 134.

¹⁰¹ Høyesterett viste blant annet til avgjørelsene i Rt-1987-1205, Rt-1991-1171 og Rt-1996-415.

avgjørelsen i Selsbakkhøgda hvor det avgjørende for at det ikke kunne gjøres unntak fra presumsjonen om uforpliktethet var at vesentlige punkter i avtalen ikke var avklart.¹⁰²

Rettspraksis fra Høyesterett slår altså fast at innledende avtaler unntaksvis kan gi bindende virkning også i mer kompliserte avtaleforhold dersom vesentlige punkter i avtalen er avklart. Fra nyere rettspraksis kan det for eksempel vises til avgjørelsen i LB-2019-102148 i Borgarting lagmannsrett, hvor det ble fremhevet at intensjonsavtaler gjerne bygger på en forutsetning om at det er sannsynlig at partene vil bli enige, men som bortsett fra mere generelle krav til lojalitet i forhandlingssituasjonen, er lite juridisk forpliktende. Det taler for at utviklingen (sannsynligvis i samsvar med utviklingen i bruk av term sheets) går i retning av at presumsjonen om uforpliktethet står enda sterkere i dag. Det skal derfor mye til for at en part i en ventureinvestering kan sies å ha fått berettigede forventninger om at et term sheet har bindende virkning.

Et eksempel innhentet fra et norsk VC-fond viser hvordan uenigheter på om et term sheet har bindende virkning kan få konsekvenser i praksis.¹⁰³ I det aktuelle tilfellet ønsket VC-fondet å trekke seg fra forhandlingene etter at det oppstod noen røde flagg i due diligence-prosessen.¹⁰⁴ Due diligence-prosessen ble gjennomført etter at det var inngått et term sheet, hvor due diligence-prosessen ble inntatt som et forbehold i avtalen. Når VC-fondet ønsket å trekke seg fra videre forhandlinger, mente imidlertid gründerne at VC-fondet var bundet til å investere i oppstartsselskapet som følge av inngåelsen av avtalen. Gründerne viste særlig til én bestemmelse som de mente gjorde VC-fondet bundet til å investere:

«*The offer consist of an investment of an amount equal to USD 150,000 in local currency. The Accelerator will subscribe for ordinary shares in an amount of USD 100,000, which will constitute 8% of the total share capital of the Company after the subscription, on a fully diluted basis, and USD 50,000 will be invested to cover its program fees for the Accelator program*».¹⁰⁵

Gründerne hevdet at avtalen var gitt som et tilbud som følge av ordlyden «the offer», og at VC-fondet derfor var bundet til å gjennomføre investeringen. Gründerne mente således at de

¹⁰² Rt. 1995 s. 543 «Selsbakkhøgda borettslag» på side 551.

¹⁰³ Intervju med anonym kilde fra et VC-fond.

¹⁰⁴ Om røde flagg og due diligence se pkt. 3.2.4.

¹⁰⁵ Eksempel fra et term sheet innhentet fra en anonym kilde i et VC-fond. Konfidensielt dokument.

hadde fått en berettiget forventning om at investeringen skulle gjennomføres som følge av at VC-fondet hadde akseptert dette tilbudet. Partene løste konflikten gjennom et kompromiss, hvor investeringen gikk igjennom, men hvor oppstartsselskapet måtte rydde opp i de røde flaggene som ble identifisert i due diligence-prosessen.

Eksempelet viser hvor lett forventninger kan oppstå i en forhandlingsprosess, selv om spørsmålet om forventningene er berettigede selvsagt må avgjøres nærmere. Det er derfor svært viktig at partene er nøye med hvordan et term sheet formuleres. En måte å løse det på, og som ofte gjøres i praksis, er å innta ikke-bindende-klausuler i avtalene.¹⁰⁶ Såkalte ikke-bindende-klausuler, eller på engelsk «non-binding clause», presiserer uttrykkelig at partene ikke anser seg bundet av avtalen. Et eksempel på en slik bestemmelse:

“This Term Sheet is not legally binding, with the exception of this paragraph and the paragraphs entitled [Expenses, Exclusivity and] Confidentiality, which shall be construed according to the laws of Norway”.¹⁰⁷

Når det står uttrykkelig at avtalen ikke skal være bindende, vil unntak fra presumsjonen om uforpliktethet sjeldent kunne tenkes.¹⁰⁸ Det kan likevel stilles spørsmål ved om partene kan få berettigede forventninger om binding selv om avtalen inneholder en slik ikke-bindende klausul. Spørsmålet må etter min mening besvares benektende. Når partene inntar en ikke-bindende-klausul i avtalen tilsier det at partene i forhandling har blitt enige om at avtalen ikke skal være bindende. Dersom en part skulle fått berettigende forventninger på tross av en slik klausul ville klausulen mistet sin betydning, og partene vil aldri kunne sikre seg mot at avtalen ikke er bindende. Unntak fra dette kan kun tenkes dersom partens forhandlinger i stor grad har vært muntlige, og hvor partenes skriftlige enigheter under hele prosessen har vært tillagt liten vekt.¹⁰⁹ I et slikt tilfelle må muligens partenes muntlige utsagn kunne gi berettigede forventninger selv om det skriftlig ble inngått en ikke-bindende-klausul.

3.2.4 Due diligence

I dette kapittelet vil jeg drøfte noen av bindingsspørsmålene som kan oppstå når det tas et forbehold om due diligence i et term sheet. Det sentrale spørsmålet er i hvilken grad et VC-

¹⁰⁶ Intervju med anonyme kilder fra VC-fond og advokatfirmaer.

¹⁰⁷ StartupTools (2021).

¹⁰⁸ Presumsjonen nevnt i Rt. 1995 s. 543 «Selsbakkhøgda borettslag» på side 552.

¹⁰⁹ Dette samsvarer med uttalelsene i avgjørelsen inntatt i Rt. 1998 s. 946 på s. 958.

fond har muligheten til å trekke seg fra den videre forhandlingen som følge av at forbeholdet kommer til anvendelse. Til forskjell fra eksemplet vist til i pkt. 3.2.3, hvor det avgjørende for bindingen var ordlyden i intensjonsavtalen, vil dette kapitlet fokusere på i hvilken grad et forbehold om due diligence kan gi partene grunnlag for å trekke seg fra investeringen.

En due diligence-prosess er en gjennomgang av oppstartsselskapet hvor VC-fondet innhenter informasjon om selskapet i håp om å avdekke risikoforhold som kan være av betydning for investeringen.¹¹⁰ Forhold av betydning kalles gjerne «røde flagg» eller «red flags» i praksis, og vil som regel være forhold som må utarbeides eller på annen måte løses før forhandlingsprosessen kan gå videre. Eksempler på røde flagg kan være at oppstartsselskapet ikke har betalt skatt de siste årene, eller at de ansatte i oppstartsselskapet mangler arbeidsavtale. Dersom det oppstår et eller flere røde flagg som endrer forutsetningene for investeringen, vil det i utgangspunktet kunne gi grunnlag for å endre innholdet i et term sheet, eller gi grunnlag for at VC-fondet kan trekke seg fra avtalen. Et eksempel på et forbehold om due diligence:

“Standard conditions to Closing, including, among other things, satisfactory completion of financial and legal due diligence”.¹¹¹

Et forbehold om due diligence kan formuleres på mange måter. Eksempelet over viser hvordan det noen ganger skilles mellom finansiell og rettslig due diligence, mens ordlyden andre ganger kan nevne due diligence som et paraplybegrep for både en finansiell, rettslig, og til og med teknisk eller strategisk selskapsgjennomgang.¹¹² Et spørsmål som kan reises er derfor hvor presist formulert forbeholdet om due diligence må være for at det skal kunne gi grunnlag for endring eller mulighet til å trekke seg fra avtalene.

Det finnes lite rettspraksis som drøfter spørsmålet. I Gulating Lagmannsrett, i den såkalte Otium-dommen¹¹³, ble det imidlertid slått fast at dersom det blir tatt forbehold om due diligence i en transaksjon, vil det bero på en konkret vurdering av forbeholdet i den enkelte sak om det gir kjøper anledning til å trekke seg fra avtalen. Lagmannsretten konkluderte med at selskapet Otium ikke hadde kommet med et tilstrekkelig presisert forbehold om due

¹¹⁰ Skudal, A. Ø. (2007) s. 27.

¹¹¹ NVCA (2021).

¹¹² Skudal, A. Ø. (2007) s. 27 og 28.

¹¹³ LG-2009-19469.

diligence, og når det da var enighet om resterende hovedvilkår i avtalen fastslo lagmannsretten at Otium var bundet til avtalen. I sin vurdering la lagmannsretten vekt på at det var Otium, som den klart mest profesjonelle parten, som hadde tatt forbeholdet. Otium hadde derfor, gitt den uklarhet som generelt knytter seg til begrepet due diligence, en særlig oppfordring til å presisere hva selskapet mente. Det ble videre vektlagt at due diligence-begrepet i fremmed rett står i en helt annen avtalerettslig tradisjon enn den man finner i Norge – det vil si ofte i en sammenheng der intet er avtalt før alt er avtalt.

Lagmannsretten vektlegger her hvilket ansvar den profesjonelle part har til å avklare mulige uklarheter i avtalen, særlig når det brukes ord som det ikke er sikkert at den andre parten forstår innholdet eller konsekvensene av. En annen interessant bemerkning er at lagmannsretten initierer at norsk avtalerettslig tradisjon ikke følger engelskamerikansk rett hvor intet er avtalt før alt er avtalt. Det taler for at det er større sannsynlighet for å bli ansett bundet av en avtale i tidlige forhandlinger etter norsk avtalerettslig tradisjon enn det man vil være i eksempelvis USA. Sett i sammenheng med konklusjonen over om binding av term sheets, betyr det at i tilfeller hvor vesentlige punkter i et term sheet er avklart og et forbehold om due diligence er uklart formulert, vil det i større grad kunne tale for at gründerne kan få berettigede forventninger om at VC-fondet er bundet til å gjennomføre investeringen.

For ventureinvesteringer i Norge betyr det at partene må være atskillig mer påpasselige med utforming av et forbehold om due diligence. Dette er stridende med at norske ventureinvesteringer i stor grad bygger på internasjonale bransjestandarder, hvor særlig USA ofte er til stor inspirasjon. Det tilsier at internasjonale standarder ikke kan inntas direkte i norsk rett uten å forvente at det må gjøres tilpasninger til den norske rettstradisjonen. Slik Otium-dommen viser er det VC-fondet, som profesjonelle part, som har ansvaret for at forbeholdet uformes presist og påser at gründerne forstår både innholdet i forbeholdet og konsekvensene av det dersom det realiseres. For mange gründerne vil et begrep som due diligence være ukjent og det bør derfor stilles desto større krav til klarhet fra VC-fondet. Dersom VC-fondet ikke påser at forbeholdet er tilstrekkelig klart, vil det kunne forringe VC-fondets muligheter til å trekke seg fra avtalene med grunnlag i forbeholdet.

Videre kan det reises spørsmål om et forbehold om due diligence kan gi grunnlag for å endre eller trekke seg fra avtalene dersom gründerne utbedrer forholdet. Utgangspunktet her må antageligvis være at gründerne vil ha rimelig grunn til å tro at VC-fondet er bundet til

avtalene så lenge de røde flaggene kan utbedres. Det underbygges av utgangspunktet om at partene må anses bundet av avtalen.¹¹⁴

I forlengelsen av dette kan det reises spørsmål om kravet til klarhet tilsier at forbeholdet bør beskrive hvordan et rødt flagg skal utbedres.¹¹⁵ I eksempelet over ble ordlyden «satisfactory completion», eller på norsk «tilfredsstillende gjennomført», anvendt. Ordlyden tilfredsstillende gjennomført viser til en skjønsmessig vurdering fra VC-fondet og er taus om hva som ligger i denne vurderingen. Det betyr at et VC-fond i realiteten kan kreve uforholdsmessige utbedringer som de vet gründerne ikke har mulighet til å gjennomføre, nærmest som en unnskyldning for å kunne trekke seg fra avtalene. Det taler for at forbeholdet bør utformes på en mer presis måte enn det overnevnte. På den andre siden skal et forbehold om due diligence sikre VC-fondet mot røde flagg. Selv om de røde flaggene kan utbedres vil slike forhold likevel kunne si noe mer overordnet om selskapet som gjør at investeringen er mindre gunstig enn først antatt. Dette vil måtte vurderes i det enkelte tilfellet, og taler dermed for at ordlyden tilfredsstillende gjennomført er så klar som den kan være. Sett i sammenheng med konklusjonen over, taler slike overordnede vurderinger også for at et VC-fond i slike tilfeller kan ha større grunn for å trekke seg fra avtalen selv om forholdet utbedres.

3.2.5 Avsluttende forhandling

I avsluttende forhandlingsfase foreligger det lite tvil rundt bindingsspørsmål som følge av at de fleste vilkårene allerede er fremforhandlet. Når partene inntreer i avsluttende forhandling er således utgangspunktet at partene er bundet til å gjennomføre investeringen. Det tvilsomme i avsluttende forhandlingsfase er hvordan et forbehold om oppnådde milepæler i investeringsavtalen kan gi grunnlag for at VC-fondet kan trekke seg fra investeringsavtalen. Det kan derfor reises spørsmål om VC-fondet kan anses bundet til å gjennomføre fremtidige transjer dersom milepælene *ikke* blir oppfylt. Et eksempel på en milepæl kan være at oppstartsselskapet må nå en viss omsetning før neste transje kan gjennomføres.

Vilkår om milepæler er i realiteten et forbehold. Problemstillingen minner derfor mye om de spørsmålene som ble reist i kapittelet om due diligence. Til forskjell fra et forbehold om due diligence, vil et forbehold om milepæler ofte ha en klarere ordlyd ettersom det ikke består av

¹¹⁴ Jf. LG-2009-19469 Otium-dommen, jf. også rettspraksis vist til i pkt. 3.2.3.

¹¹⁵ Jf. LG-2009-19469.

ukjente ord. Uttalelsene i Otium-dommen vil derfor ikke ha direkte overføringsverdi til forbehold om milepæler, og det vil således være færre grunner som tilsier at et forbehold om milepæler ikke skal kunne gi grunnlag for å trekke seg fra investeringsavtalen.¹¹⁶ Hele poenget med en investering som gjøres over flere transjer er jo nettopp at VC-fondet kan spre investeringsrisikoen gjennom å ha mulighet til å trekke seg fra fremtidige transjer dersom selskapet utvikler seg i negativ retning. Konklusjonen må derfor være at VC-fondet ikke er bundet til å gjennomføre de neste transjene dersom milepælene ikke blir oppfylt.

3.2.6 Forholdet til ny investor i en senere investeringsrunde

Spørsmålet for dette avsnittet er i hvilken grad en ny investor som kommer inn i en senere investeringsrunde kan anses bundet av en eksisterende *aksjonæravtale* (det inngås alltid en ny investeringsavtale som følge av at det må gjennomføres en ny kapitalforhøyelse eller overdras aksjer til den nye investoren). Utgangspunktet er at en aksjonæravtale kun er bindende mellom partene i avtalen.¹¹⁷ En ny investor må derfor tiltre aksjonæravtalen for at den skal få bindende virkning for han. Dersom en ny investor tiltrer aksjonæravtalen gjennom en tiltredelsesavtale eller et eksplisitt samtykke oppstår det ingen særlige bindingsspørsmål. Det interessante spørsmålet er i hvilken grad den nye investoren kan anses å ha tiltrådt aksjonæravtalen selv om det ikke skulle foreligge et slikt eksplisitt samtykke.

Det avgjørende for spørsmålet er om partene i den eksisterende aksjonæravtalen har fått berettigede forventninger om at ny investor har tiltrådt aksjonæravtalen. Visse teoretikere går langt i å oppstille en presumsjon om at partene neppe har ment å binde seg til en aksjonæravtale uten at det foreligger en uttrykkelig underskrift om det.¹¹⁸ I ventureinvesteringer, hvor den nye investoren som regel i tillegg er en profesjonell aktør, må presumsjonen om uttrykkelig underskrift få særlig vekt.¹¹⁹ Selv om eksisterende parter kan få forventninger om at ny investor har tiltrådt aksjonæravtalen, for eksempel gjennom at det tegnes eller overdras aksjer til den nye investoren, må bransjepraksis og partenes profesjonalitet tilsi at partene ikke med rimelighet kan anta at ny investor har tiltrådt eksisterende aksjonæravtale før underskrift foreligger. Konklusjonen er derfor at den nye investoren ikke er bundet av eksisterende aksjonæravtale før han har gitt eksplisitt samtykke.

¹¹⁶ LG-2009-19469.

¹¹⁷ Woxholt, J. (2017) s. 386.

¹¹⁸ Woxholt, J. (2017) s. 138 med videre henvisninger.

¹¹⁹ Woxholt, J. (2017) s. 138.

3.3 Tolkning

3.3.1 Innledning

I dette kapitlet skal jeg besvare noen av de tolknings spørsmål som kan oppstå når partene har inngått en rettslig bindende aksjonæravtale og investeringsavtale. Jeg vil først redegjøre for det avtalerettslige utgangspunktet for tolkning av avtaler, før jeg vil vurdere om dette utgangspunktet kan vektlegges også ved tolkning av avtaler i ventureinvesteringer.

3.3.2 Det avtalerettslige utgangspunktet for tolkning av avtaler

Ved tolkning av avtaler i ventureinvesteringer må det tas utgangspunkt i alminnelige avtalerettslige tolkningsprinsipper.¹²⁰ Hovedregelen for tolkning av avtaler i norsk rett bygger på det objektive tolkningsprinsipp.¹²¹ Målet med en objektiv avtaletolkning er å fastsette kontraktens innhold med grunnlag i det som er sagt eller skrevet når ordene forstås etter riktig og vedtatt språkbruk.¹²² Det objektive tolkningsprinsipp er således et kompromiss mellom det subjektive tolkningsprinsipp og tillitsteorien, hvor det må tas hensyn til begge parter berettigede forventninger.¹²³

Det objektive tolkningsprinsipp har stor vekt ved tolkning av aksjonæravtaler generelt og andre kommersielle avtaler, jf. Rt. 1994 s. 581 «Scanvest»-saken på side 587. Dette utgangspunktet er opprettholdt i flere avgjørelser i Høyesterett og anvendes derfor som en presumsjon for tolkning av slike avtaler.¹²⁴ Subjektive momenter ved tolkningen kan imidlertid også for kontrakter i næringslivet føre til en annen forståelse av kontraktens ordlyd, jf. Rt. 2003 s. 1132 avs. 35. Høyesterett uttalte her at i de tilfeller hvor det kan påvises at partene har hatt en *felles* forståelse som avviker fra en naturlig forståelse av kontrakten, må den omforente forståelse legges til grunn. Det kreves relativt klare holdepunkter for at partene har vært enige om en avvikende forståelse. Hovedproblemstillingen er derfor hvilken vekt det objektive tolkningsprinsipp kan få ved tolkning av avtaler i ventureinvesteringer.

¹²⁰ Andenæs, M. (2006) s. 58.

¹²¹ Woxholt, G. (2017) s. 406

¹²² Woxholt, G. (2017) s. 406.

¹²³ Woxholt, J. (2017) s. 219.

¹²⁴ Se eksempelvis Rt. 2000 s.806 «Oslo Energi, Rt. 2002 s. 1155 «Hansa Borg» på side 1159, Rt. 2003 s. 1132 og Rt. 2010 s. 1345 «Veisalt»-dommen i avs. 59.

3.3.3 Hvor stor vekt har det objektive tolkningsprinsipp ved tolkning av avtaler i ventureinvesteringer?

Kommersielle avtaler inngås som regel mellom helprofesjonelle parter som ofte i tillegg er representert av advokater.¹²⁵ I ventureinvesteringer er ikke profesjonaliteten mellom partene like klar ettersom det kan reises tvil rundt gründernes profesjonalitet.¹²⁶ Selv om gründere til en viss grad kan bli ansett som profesjonelle, vil aldri en gründer bli *like* profesjonell som et VC-fond. Det gjør at maktbalansen mellom VC-fondet og gründerne ofte er ujevn. I et tolkningsperspektiv kan det medføre at en ren objektiv tolkning kan videreføre den ujevne maktbalansen istedenfor å gjenopprette den med en mer gründervennlig tolkingsmodell hvor subjektive momenter kanskje bør tillegges større vekt. Den profesjonelle ulikheten mellom partene taler derfor for at det objektive tolkningsprinsipp ikke bør tillegges like stor vekt ved tolkning av avtaler i ventureinvesteringer som ved tolkning av avtaler i andre kommersielle forhold.

I motsatt retning taler det at avtaler i ventureinvesteringer ofte har en veloverveid ordlyd. Bakgrunnen for det er at avtalene gjerne blir utformet med bistand av advokater noe som tilsier at ordlyden er veloverveid og klar.¹²⁷ Dersom gründerne er bistått av advokater, taler det også for at den ujevne maktbalansen mellom partene blir mer balansert. I tillegg utformes avtalene, spesielt aksjonæravtalen, slik at den skal kunne gjelde også ved tiltredelse av en eventuell ny investor i en senere finansieringsrunde. Det er et sterkt argument for å tillegge ordlyden stor vekt ettersom en ny investor forutsetningsvis ikke kjenner til forutgående forhold som ikke har kommet til uttrykk i ordlyden.¹²⁸

Videre er som regel avtaler i ventureinvesteringer basert på maler som ofte igjen er inspirert av bransjepraksis.¹²⁹ Som vist er denne bransjepraksisen ofte internasjonal noe som gjør at det kan være forskjeller i bruk av ord og uttrykk.¹³⁰ Dersom ordlyden er sterkt internasjonalt preget vil det derfor kunne skape tvil om hvordan ordlyden skal tolkes av norske aktører.¹³¹ På den andre siden kan slike standardklausuler og bransjepraksis være med på å klarlegge hva

¹²⁵ Woxholt, J. (2017) s. 222.

¹²⁶ Se pkt. 2.2.4.

¹²⁷ Woxholt, J. (2017) s. 221.

¹²⁸ Woxholt, J. (2017) s. 224 og LB-2019-102148.

¹²⁹ Se del II.

¹³⁰ Se eksempelvis pkt. 3.2.4.

¹³¹ Slik vi så ble vektlagt som grunnlag for å kreve større klarhet i avtalene i LG-2009-19469 Otium.

som eventuelt var den opprinnelig ordlyden, og anvendes nærmest som en slags bakgrunnsrett ved tolkningen. Det at avtalene baserer seg på maler tilsier derfor ikke direkte at ordlyden ikke bør tillegges stor vekt. Samlet sett taler dette for at det objektive tolkningsprinsipp i utgangspunktet har stor vekt ved tolkning av avtaler i ventureinvesteringer.

Spørsmålet videre er om de nevnte bestemmelsene i pkt. 2.4.4 og pkt. 2.4.6 om vetorettigheter og styremedlemmer, kan tolkes fra å være organbindinger til å bli stemmerettsavtaler.¹³² For at en slik tolkning skal være i samsvar med det objektive tolkningsprinsipp, forutsetter det at partene hadde en felles forståelse om at bestemmelsene skulle tolkes til å være stemmerettsavtaler. Dette gjelder også for andre bestemmelser i avtalene som i realiteten er et forsøk på en organbinding av generalforsamlingens myndighetsutøvelse.

For tolkningen av de nevnte bestemmelsene må det antas at partene som regel har en felles forståelse om at bestemmelsene er stemmerettsavtaler, og det vil derfor være i henhold til avtalens formål å tolke bestemmelsene i tråd med denne forståelsen. Tittelen «stemmerettighet» eller «voting rights» på bestemmelsen vist til i pkt. 2.4.4 underbygger denne antagelsen. Resultatet av en slik tolkning er at bestemmelsene må forstås slik at de ikke søker å diktere beslutninger som selskapsrettslig treffes av generalforsamlingen, men at bestemmelsene dikterer hvordan partene skal utøve sin stemmerett på generalforsamlingen.¹³³

For bestemmelser som binder *styrets* myndighetsutøvelse er det imidlertid ikke like klart at det kan legges avgjørende vekt på partenes felles forståelse ved tolkningen.¹³⁴ Til forskjell for tolkning av bestemmelser som binder generalforsamlingen, kan ikke bestemmelser som binder styrets myndighetsutøvelse omfortolkes til en personlig avtalebinding for styremedlemmene (sett at styremedlemmene ikke er part i avtalene).¹³⁵ For at slike bestemmelser skal kunne tolkes i samsvar med avtalens formål, må avtalen tolkes slik at den oppstiller en plikt for aksjonærene i avtalen til å innkalle til en generalforsamling, og ved stemmegivning instruere styret til å treffe beslutning i tråd med avtalen.¹³⁶ En slik tolkning vil være å strekke ordlyden svært langt, noe som taler for at det ikke foreligger klare holdepunkter for at partene hadde en slik felles forståelse.

¹³² Woxholt, J. (2017) s. 236.

¹³³ Woxholt, J. (2017) s. 235.

¹³⁴ Se eksempel på bestemmelser som binder styrets myndighetsutøvelse i pkt. 2.4.4.

¹³⁵ Woxholt, J. (2017) s. 238.

¹³⁶ Woxholt, J. (2017) s. 238.

På den andre siden vil hensynet til avtalens formål tale for at det ikke kan kreves for strenge holdepunkter for å godta en slik tolkning.¹³⁷ For avtaler i ventureinvesteringer, hvor formålet er en *effektiv* regulering av partenes rettigheter og forpliktelser, taler det for å tillegge hensynet til avtalens formål stor vekt. I tillegg vil partenes ulikhet i profesjonalitet tale for at deres felles forståelse av bestemmelsen bør være avgjørende. I motsatt retning vil imidlertid hensynet til en ny investor i en senere finansieringsrunde tilsa at bestemmelsens ordlyd ikke bør strekkes i det uendelige. Om tolkningen skal tillates må derfor avgjøres konkret i det enkelte tilfellet. For bestemmelsen vist til i pkt. 2.4.4 fremkommer bindingen av styrets myndighetsutøvelse nærmest implisitt i ordlyden, noe som tilsier at formålet med bestemmelsen var at den skulle få de tilsiktete rettsvirkningene for generalforsamlingens myndighetsutøvelse, hvoretter styrets myndighetsutøvelse kun er en forutsetning.¹³⁸ I slike tilfeller taler avtalens formål og partens felles forståelse for at tolkningen bør tillates.

Samlet sett taler det for at ordlyden i avtaler i ventureinvesteringer er minst like veloverveid som i andre kommersielle avtaler, og at det objektive tolkningsprinsipp i utgangspunktet bør tillegges stor vekt ved tolkingen av avtalene. Det er imidlertid noen forskjeller hva gjelder profesjonalitet mellom partene som tilsier at det objektive tolkningsprinsipp ikke bør anvendes like strengt ved tolkning av avtaler i ventureinvesteringer som for andre kommersielle avtaler. For enkelte bestemmelser vil det også være nødvendig å legge avgjørende vekt på partenes felles forståelse av avtalene selv om denne ikke alltid samsvarer med ordlyden. I slike tilfeller vil hensynet til avtalens formål være av særlig viktighet.

3.4 Ugyldighet

3.4.1 Innledning

I dette kapittelet jeg vil drøfte noen av de mest relevante ugyldighetsgrunnene for avtaler i ventureinvesteringer og redegjøre for hvilke rettsvirkninger disse kan ha. De relevante ugyldighetsgrunnene for avtaler i ventureinvesteringer er ugyldighet etter avtl. § 36 og ugyldighet med grunnlag i aksjerettens likhetsgrunnsetning. Før jeg går inn på drøftelsene vil jeg avklare hvorfor det som regel kun er aksjonæravtalen som kan være gjenstand ugyldighet i ventureinvesteringer.

¹³⁷ Woxholt, J. (2017) s. 239.

¹³⁸ Jf. eksemplets pkt. (v) som omfatter utdeling av utbytte hvor det kreves forslag fra styret før det kan gjøres et generalforsamlingsvedtak.

Utgangspunktet er at både aksjonæravtalen og investeringsavtalen kan bli gjenstand for ugyldighet. Det vil imidlertid sjeldent kunne tenkes tilfeller hvor investeringsavtalen kan bli ansett som urimelig. Det skyldes at investeringsavtalen er enklere utformet og inneholder få bestemmelser som partene i ettertid kan hevde er urimelige. Det ville isåfall vært bestemmelser om aksjenes verdi, men her vil partene være klar over at det rår en usikkerhet om verdifastsettelsen som gjør det vanskelig og i ettertid skulle kreve at bestemmelsen er urimelig. De videre fremstillingene av ugyldighet etter avtl. § 36 og likhetsgrunnsetningen vil derfor kun omhandle aksjonæravtaledelen (heretter avtalen) av avtaleverket.

3.4.2 Ugyldighet etter avtaleloven § 36

Avtl. § 36 første ledd fastslår at en «avtale kan settes helt eller delvis til side dersom det ville virke urimelig å gjøre den gjeldende». Spørsmålet for den videre fremstillingen er hva som skal til for å anvende avtl. § 36 som ugyldighetsgrunn på avtalen. Jeg vil først jeg vil gi en generell fremstilling av anvendelsesområdet for avtl. § 36, før jeg vil drøfte noen konkrete momenter som typisk kan gjøre seg gjeldende i rimelighetsvurderingen av avtalen.

Anvendelsesområde for avtl. § 36 bærer preg av at bestemmelsen har en høy terskel.¹³⁹ Høyesterett har gjennomgående uttalt i flere avgjørelser at det klare utgangspunktet er at avtaler skal holdes, og at avtl. § 36 derfor er en snever unntaksbestemmelse.¹⁴⁰ Høyesterett har videre vært svært tilbakeholden med å anvende avtl. § 36 på avtaler i kommersielle forhold.¹⁴¹ For aksjonæravtaler generelt har det også vært fremhevet at avtl. § 36 ikke har stor betydning.¹⁴² Det skyldes aksjonæravtalers karakter, ved at de normalt inngås mellom profesjonelle parter og i kommersielle forhold. Det taler for at terskelen for å anvende avtl. § 36 på avtalen i utgangspunktet er høy.

Om avtl. § 36 skal få anvendelse må vurderes konkret i det enkelte tilfelle ut fra en rimelighetsvurdering, jf. ordlyden «vil virke urimelig» i avtl. § 36 første ledd. Hvilke momenter som kan tillegges vekt i rimelighetsvurderingen blir blant annet fremhevet i avtl. § 36 annet ledd, men listen er ikke uttømmende.¹⁴³ Det avgjørende er hvilke momenter som i det konkrete tilfelle kan være av betydning, og om disse momentene kan påvise urimeligheten

¹³⁹ Se f.eks. Rt. 2013 s. 388 avs. 37.

¹⁴⁰ Jf. prinsippet om at avtaler skal holdes i NL 5-1-2 og eksempelvis Rt. 2013 s. 769 avsnitt 44.

¹⁴¹ Se f.eks. Rt. 2000 s. 806 s. 816, Rt. 2003 s. 1132 avs. 46 og Rt. 2010 s. 1345 avs. 68.

¹⁴² Woxholt, J. (2017) s. 157.

¹⁴³ Jf. Ordlyden «omstendighetene for øvrig», og Ot.prp.nr.5 (1982-1983) s. 42.

på en klar og tydelig måte.¹⁴⁴ Spørsmålet i den videre drøftelsen er hvilke momenter som kan være av betydning for om avtalen kan bli ansett som urimelig.

I tilfeller hvor styrkeforholdet mellom partene er ujevnt er det et moment som kan tale for urimelighet.¹⁴⁵ Som drøftet tidligere representerer partsforholdet mellom gründerne og VC-fondet et mer ujevnt styrkeforhold enn i andre kommersielle partsforhold. Hensynet til å beskytte gründerne mot et ubalansert maktforhold står derfor sterkere i ventureinvesteringer. Et eksempel på en bestemmelse som særlig viser denne ujevne maktbalansen er vesting-bestemmelser.¹⁴⁶ Vesting-bestemmelser fastlåser gründerne til avtaleforholdet i x-antall år gjennom en såkalt «lock-up». Sett i sammenheng med bestemmelser om vetorettigheter som inneholder enda flere begrensninger, vil det medføre at gründerne i realiteten er i en lock-up med et *totalforbud* mot overdragelse av aksjer.

I teorien er det blitt fremhevet at slike totalforbud vil være et særlig moment som kan tale for urimelighet.¹⁴⁷ Det som følge av at avtalene ikke gir noen rett for aksjonærene til å bli innløst av selskapet eller de øvrige avtalepartene. Det betyr imidlertid ikke at alle bestemmelser som medfører en lock-up med et totalforbud mot overdragelse av aksjer vil være urimelige. Utgangspunktet er at det skal *mye* til for at også slike bestemmelser kan anses som urimelige, og det må derfor avgjøres helt konkret i hvert enkelt tilfelle hvor også andre momenter vil spille en viktig rolle.

Det kan eksempelvis tenkes at i tilfeller hvor styrkeforholdet mellom partene er spesielt ujevnt (for eksempel dersom gründerne er førstegangsgründerne) vil det kunne være et moment som kan tale for at en lock-up med et totalforbud kan være urimelig. På den andre siden begir gründerne seg inn på et profesjonelt område når de innhenter kapital, noe som tilsier at de bør få bistand av en advokat til å sikre sine interesser i avtalen. I tilfeller hvor gründerne får bistand av advokat vil således styrkeforholdet jevnes ut, og dermed tale for at avtalen ikke er urimelig. Videre vil som regel avtalen inneholde bestemmelser om medsalgsrett- og plikt, noe som taler for at det ikke foreligger et totalt omsetningsforbud ettersom gründerne (ut fra aksjeandel) kan tvinge gjennom et salg, eller være med på et salg dersom andre aksjonærer i

¹⁴⁴ Woxholt, G. (2017) s. 333, jf. Klarhetskravet i Ot.prp. nr. 5 (1982- 1983) s. 30.

¹⁴⁵ Fremhevet som et moment for aksjonæravtaler generelt i Woxholt, J. (2017) s. 158.

¹⁴⁶ Se pkt. 2.4.5.

¹⁴⁷ Woxholt, J. (2017) s. 161 med videre henvisninger.

selskapet initierer til dette. Et annet moment som taler i samme retning er at VC-fondet tar en betydelig risiko ved å investere i oppstartsselskapet, og har derfor et rimelig behov for å sikre seg at gründerne forblir i selskapet. Samlet sett taler momentene for at det i en typisk ventureinvestering sjeldent kan tenkes tilfeller hvor en lock-up med et totalforbud mot overdragelse av aksjer må anses urimelig.

Et annet moment som kan tale for urimelighet er dersom bestemmelser om vetorettigheter medfører at selskapsorganene blir fullstendig handlingslammet gjennom en såkalt «deadlock», hvor avgjørelsesretten flyttes fra selskapsorganene til VC-fondene.¹⁴⁸ Som nevnt i pkt. 2.4.4 vil slike organbindinger i utgangspunktet kunne gi grunnlag for ugyldighet med mindre de tolkes til å oppstille en gyldig stemmerettsforpliktelse. Som jeg konkluderte med i pkt. 3.3.2, må det antas at slik tolkning i de fleste tilfeller er i samsvar med partenes felles forståelse av avtalen og må derfor godtas. I tilfeller hvor partene *ikke* er enige om en slik felles tolkning, vil imidlertid ordlyden få avgjørende betydning, og bestemmelsen vil da være å betegne som en organbinding som kan være gjenstand for ugyldighet.

I Rt. 1924 s. 226, den såkalte «Røer»-saken, ble et selskap oppløst som følge av at det var inngått en avtale som medførte at det oppstod en deadlock. I den aktuelle saken hadde den ene aksjonæren gjennom avtalene oppnådd full kontroll på selskapet (organbinding) gjennom sin stilling som daglig leder, og hadde tilegnet seg en godtgjørelse han ikke var berettiget til. Høyesterett la vekt på at aksjonæren burde forstått at slik tilegnelse ikke var rettmessig, og at hans opptreden hadde medført at tilliten til de andre aksjonærene var brutt (og dermed at et godt samarbeid mellom aksjonærene vanskelig kunne videreføres). Det ble også lagt vekt på at oppløsning av selskapet var det eneste fornuftige rettsmiddelet å anvende.¹⁴⁹ Røer-sakens alder gjør at dens rettskildemessig vekt alene er liten. Jannik Woxholt har imidlertid uttalt at den samme problemstillingen i dag trolig kunne vært løst etter avtl. § 36.¹⁵⁰

Røer-saken taler derfor for at det i tilfeller hvor det oppstår en deadlock, og hvor styringen av selskapet er egnet til å skape mistillit eller dårlig samarbeid mellom aksjonærene, vil det kunne tale for at avtalen er urimelig. I ventureinvesteringer kan en slik situasjon oppstå dersom VC-fondene oppnår full kontroll på selskapets organer (typisk gjennom bestemmelser

¹⁴⁸ Woxholt, J. (2017) s. 160.

¹⁴⁹ Se Rt. 1924 s. 226 på s. 230-231.

¹⁵⁰ Woxholt, J. (2017) s. 160.

om vetorettigheter), og videre utøver sin myndighet på en slik måte at den er stridende med gründernes og eventuelle andre aksjonærers ønsker. En slik situasjon vil særlig kunne tale for urimelighet dersom myndigheten i tillegg blir utøvd i strid med selskapets virksomhetsformål.¹⁵¹ Samlet sett kan man derfor si at bestemmelser som utgjør en deadlock kan tale for urimelighet i tilfeller hvor også andre momenter medfører at urimeligheten blir klart påvist.

Konklusjonen blir således at avtl. § 36 kan få anvendelse på aksjonæravtaler i ventureinvesteringer kun i nærmere bestemte tilfeller. Det skal imidlertid mye til, og det må som vi har sett foreligge flere momenter og gjerne flere forhold med bestemmelsene som samlet kan tilsi at avtalen er urimelig. At bestemmelsene er strenge og til dels ensidige betyr ikke i seg selv at de er urimelige.

3.4.3 Likhetsgrunnsetningen som grunnlag for ugyldighet

Aksjelovgivningen bygger på et prinsipp om at alle aksjonærer i et selskap har lik rett i forhold til sitt aksjeinnehav i selskapet.¹⁵² Denne likhetsgrunnsetningen er nedfelt i asl. § 4-1 første ledd som sier at «alle aksjer gir lik rett i selskapet». Prinsippet utgjør både en skranke for hva selskapet kan beslutte i selskapets organer, og hva den enkelte aksjonær kan avtale med virkning for mindretallsaksjonærer uten deres tilslutning.¹⁵³ Det sentrale spørsmålet for avtaler i ventureinvesteringer er i hvilken grad likhetsgrunnsetningen kan gi grunnlag for ugyldighet når *aksjonærene* inngår avtaler. Bakgrunnen for at spørsmålet kun stilles for aksjonærene er at oppstartsselskapet uansett ikke er bundet til bestemmelser som fraviker likhetsgrunnsetningen ettersom likhetsgrunnsetningen er preseptorisk.¹⁵⁴

I noen tilfeller blir likhetsgrunnsetningen unntatt i lovgivningen for å sikre visse minoritets- og individualrettigheter, eksempelvis i asl. §§ 5-18 til 5-20 som gir en viss andel minoritetsaksjonærer rett til å blokkere en beslutning (vetorettighet) selv om beslutningen får alminnelig flertall¹⁵⁵, eller i asl. § 5-25 annet ledd som gir den enkelte aksjonær rett til å kreve granskning.¹⁵⁶ Når det her er snakk om likhetsgrunnsetningen som grunnlag for ugyldighet,

¹⁵¹ Om selskapets virksomhetsformål se asl. § 2-2 første ledd nr. 2.

¹⁵² Torpp, B. O. M.fl. (2012) s. 70.

¹⁵³ Torpp, B. O. M.fl. (2012) s. 71.

¹⁵⁴ Se mer om begrensninger i selskapets avtalefrihet i pkt. 2.2.1.

¹⁵⁵ Jf. asl. § 5-17.

¹⁵⁶ Se Woxholt, J. (2017) s. 191 for flere eksempler på minoritets- og individualrettigheter i aksjelovgivningen.

siktes det således ikke til lovens unntak, men partenes unntak fra likhetsgrunnsetningen gjennom avtalene. I den videre drøftelsen vil jeg først vise til noen eksempler på hvordan slike unntak kan komme til uttrykk i avtalen, før jeg vil drøfte om likhetsgrunnsetningen kan gi grunnlag for ugyldighet av avtalen.

Et eksempel på en bestemmelse i ventureinvesteringer som gjør unntak fra likhetsgrunnsetningen er likvidasjonspreferanser.¹⁵⁷ Likvidasjonspreferanser gjør at VC-fondets aksjer får bedre betingelser enn gründernes aksjer gjennom at VC-fondet ved en likvidering av selskapet blir prioritert hva gjelder avkastning. På den måten gir ikke aksjene lik rett i selskapet. Et annet eksempel er bestemmelser vetorettigheter som gir VC-fondet en særegen rett til å samtykke til visse beslutninger.¹⁵⁸ Slike vetorettigheter kan på mange måter ha like hensyn som lovens unntak fra likhetsgrunnsetningen ettersom slike bestemmelser ofte vil kunne begrunnes i VC-fondets behov for å sikre seg som en minoritetsaksjonær. En avtalt bestemmelse om vetorettigheter vil imidlertid ramme flere beslutninger enn de som gjelder etter loven, og vil således være en enda større innskrenking for de andre aksjonærene enn lovens unntak fra likhetsgrunnsetningen. Det er derfor på klart at likhetsgrunnsetningen blir fraveket i flere bestemmelser i avtalen.

Spørsmålet videre er således om fravikelse av likhetsgrunnsetningen kan gi grunnlag for ugyldighet av avtalen. Ved inngåelse av avtalen vil aksjonærene gi avkall på den beskyttelse som ligger i likhetsgrunnsetningen ved å samtykke (som oftest gjennom signering) til avtalen.¹⁵⁹ Når aksjonærene selv gir avkall på likhetsgrunnsetningen gjennom avtalen vil ikke likhetsgrunnsetningen kunne fungere som en ugyldighetsgrunn. Begrunnelsen for det er den alminnelige avtalefriheten som ligger til grunn ved inngåelse av avtalen.¹⁶⁰ Avtalefriheten gjør at partene fritt kan avtale hva de selv ønsker, og således avtale seg bort fra rettigheter de i utgangspunktet har etter aksjeloven. I ventureinvesteringer er slik skreddersøm helt avgjørende for at VC-fondet gjennomfører investeringen.

Et argument mot at likhetsgrunnsetningen skal kunne fravikes basert på avtalefrihet er hensynet til en ny investor i en senere investeringsrunde. I motsetning til aksjonæravtaler

¹⁵⁷ Se pkt. 2.4.3.

¹⁵⁸ Se pkt. 2.4.4.

¹⁵⁹ Torpp, B. O. m.fl. (2012) s. 71.

¹⁶⁰ Jf. NL 5-1-2 og prinsippet om avtalefrihet.

generelt hvor avtalen sjeldent medfølger ved overdragelse av aksjer, vil det for avtaler i ventureinvesteringer være svært vanlig at aksjonæravtalen utformes for å kunne gjelde også for en ny investor. Det vil i realiteten bety at avtalepartene i den første investeringen vil fravike likhetsgrunnsetningen også for nye investorer i senere investeringsrunder. Det er nok mye av bakgrunnen for at passivitet sjeldent kan være tilstrekkelig grunnlag for at den nye investoren skal anses bundet av eksisterende avtaleverket, og at det derfor er nødvendig å innhente et samtykke for at han skal anses å ha tiltrådt eksisterende avtaleverk.¹⁶¹ Når den nye investoren har gitt samtykke, vil det således ikke være noe i veien for at avtalefriheten skal gå foran som den bærende begrunnelsen for at likhetsgrunnsetningen kan fravikes ved avtale.

I samme retning taler det at hensynet til å verne minoritetsaksjonærene mot sine egne avtalerettslige disposisjoner i all hovedsak synes ivaretatt såfremt avtalen forholdsvis konkret angir hvordan og for hvilke tilfeller minoritets- og individualrettighetene bindes.¹⁶² I ventureinvesteringer sikres dette gjennom at det som regel innhentes profesjonell hjelp fra advokater til utformingen av avtalene. Samlet blir derfor konklusjonen at likhetsgrunnsetningen som regel ikke er en relevant ugyldighetsgrunn for avtaler i ventureinvesteringer.

3.4.4 Rettsvirkninger av ugyldighet

Det interessante for den videre fremstillingen er hva som blir rettsvirkningene av at det foreligger en ugyldighetsgrunn. Jeg vil kort redegjøre for rettsvirkninger av brudd på likhetsgrunnsetningen (sett at den fikk betydning som ugyldighetsgrunn), før jeg vil drøfte rettsvirkningene av ugyldighet etter avtl. § 36. Videre vil jeg redegjøre for hovedregelen om restitusjon, før jeg vil behandle spørsmålet om rettsvirkninger av brudd på tvers av avtaleverket. De to siste drøftelsene vil ha betydning som rettsvirkninger av ugyldighet også for andre ugyldighetsgrunner enn likhetsgrunnsetningen og avtl. § 36.

Brudd på likhetsgrunnsetningen eller andre preseptoriske regler vil som nevnt over sjeldent få betydning som ugyldighetsgrunn for avtaler i ventureinvesteringer. Dersom man imidlertid kommer til at det foreligger slik ugyldighet kan det få to rettsvirkninger. For det første vil et brudd på likhetsgrunnsetningen kunne være så graverende at avtalen må anses som urimelig,

¹⁶¹ Slik det ble drøftet i pkt. 3.2.6.

¹⁶² Woxholt, J. (2017) s. 210.

og dermed ugyldig etter avtl. § 36. For det andre setter likhetsgrunnsetningen i utgangspunktet skranker for hva partene kan avtale, og fungerer derfor som preseptorisk bakgrunnsrett. De deler av avtalen som går utover den preseptoriske bakgrunnsretten må derfor settes til side til fordel for bakgrunnsrettens regler.¹⁶³

3.4.4.1 Avtl. § 36

Rettsvirkningene av ugyldighet etter avtl. § 36 blir fastslått i bestemmelsens første ledd som sier at «avtalen kan settes helt eller delvis til side eller endres». Ordlyden er svært fleksibel og åpner opp for flere reaksjonsmuligheter.¹⁶⁴ Hvilken reaksjon som skal velges må avgjøres konkret i det enkelte tilfellet ut fra en rimelighetsvurdering.¹⁶⁵ I rimelighetsvurderingen må det blant annet tas hensyn til om de gjenværende delene av avtalen gir en rimelig balanse mellom partenes rettigheter og forpliktelser overfor hverandre, eller om balansen blir forrykket gjennom at deler av avtalen kjennes ugyldig.¹⁶⁶

I forarbeidene til avtaleloven blir det uttalt at den «normale» reaksjonen må være at innholdet i den ugyldige bestemmelsen *endres* slik at avtalen kan opprettholdes som gyldig.¹⁶⁷ I ventureinvesteringer vil en slik endring kunne medføre at poenget med bestemmelsen eller avtalen som helhet faller bort. I ventureinvesteringer vil det derfor kun unntaksvis tenkes tilfeller hvor slik endring er tilstrekkelig for å lempe urimeligheten. Der hvor endring ikke er en tilstrekkelig rettsvirkning, blir spørsmålet om avtalen skal settes *helt* eller *delvis* til side.

Utgangspunktet er at ugyldigheten ikke får virkninger lenger enn det formålet med ugyldighetsgrunnen tilsier.¹⁶⁸ Det betyr at det skal gjennomføres en *delvis* tilsidesettelse så langt dette lar seg gjøre. Begrunnelsen for det er at avtalefriheten og skreddersømmen i avtalene mellom partene bør bevares. I ventureinvesteringer vil denne begrunnelsen stå særlig sterkt som følge av at partenes behov for skreddersøm nærmest er en betingelse for at VC-fondet investerer. Eksempelvis vil VC-fondet, som typisk er en minoritetsaksjonær, som regel være mye bedre tjent med at avtalen opprettholdes som gyldig ettersom avtalen skreddersyr

¹⁶³ Woxholt, J. (2017) s. 148.

¹⁶⁴ Woxholt, G. (2017) s. 381.

¹⁶⁵ Ot.prp.nr.5 (1982-1983) s. 36.

¹⁶⁶ Woxholt, J. (2017) s. 147.

¹⁶⁷ Ot.prp.nr.5 (1982-1983) s. 36-37.

¹⁶⁸ Woxholt, G. (2017) s. 381.

løsninger i favør VC-fondet. En *hel* tilsidesettelse av avtalen vil således kunne få både uheldige og unødvendige rettsvirkninger for det underliggende selskapsforholdet. I ventureinvesteringer bør det derfor gjøres en *delvis* tilsidesettelse av avtalen dersom det er tilstrekkelig for å lempe urimeligheten. Spørsmålet videre er hva som er rettsvirkningene av at avtalen skal settes delvis (eller helt) til side.

3.4.4.2 Hovedregelen om restitusjon

I tilfeller hvor avtalen skal settes helt eller delvis til side, blir spørsmålet hvordan ytelsene som tilsidesettes skal restitueres. Dersom ugyldighet inntreffer når avtalen ennå ikke er oppfylt, er utgangspunktet at de alminnelige løftevirkningene ikke inntreffer.¹⁶⁹ Det medfører eksempelvis at begrensninger i å disponere over aksjer etter avtalen faller bort, og aksjene dermed fritt kan omsettes. Dersom avtalen helt eller delvis er oppfylt, er utgangspunktet at ytelsene skal restitueres og at det kan kreves vederlag for den berikelse motparten har hatt ved å sitte på ytelsen frem til restitusjon finner sted.¹⁷⁰ Om restitusjon kan skje vil bero på arten av ytelsen og om det er snakk om ugyldighet etter aksjonæravtalen eller investeringsavtalen (sett at investeringsavtalen blir ansett som ugyldig).

For noen ytelser i *aksjonæravtalen* vil restitusjon være uproblematisk, eksempelvis gjennom at en utdeling av utbytte gjort etter særlige bestemmelser i aksjonæravtalen blir restituert i henhold til aksjelovens regler. For bestemmelser om vetorettigheter vil imidlertid restitusjon være mer problematisk, eksempelvis dersom det allerede er blitt truffet en beslutning i henhold til bestemmelsen på generalforsamling. I slike tilfeller blir spørsmålet om ugyldigheten bare skal få virkning for fremtiden, eller om restitusjon skal skje gjennom at partene innkaller til en ny generalforsamling og stemmer for å reversere beslutningen.¹⁷¹ Jannik Woxholt tar til ordet for at det i slike tilfeller må kunne antas at en reversering av beslutningen bør tillates, sett at det rent faktisk lar seg gjøre å reversere beslutningen.¹⁷² Det vil harmonere best med utgangspunktet om at ytelsene skal restitueres. I tilfeller hvor det ikke lar seg gjøre å reversere beslutningen, vil rettsvirkningen av ugyldighet være at den bare får virkning for fremtiden. For vetorettigheter kan det være tilfellet dersom en av partene nekter å stemme for å reversere beslutningen.

¹⁶⁹ Woxholt, J. (2017) s. 145.

¹⁷⁰ Woxholt, J. (2017) s. 145.

¹⁷¹ Woxholt, J. (2017) s. 146.

¹⁷² Woxholt, J. (2017) s. 146.

For *investeringsavtalen* i tilfeller hvor investeringen gjennomføres ved *tegning av aksjer*, innebærer restitusjon ofte utfordringer som følge av at aksjene blir tegnet og registrert i Foretaksregisteret.¹⁷³ Dersom det oppstår ugyldighet kan tegningen likevel reverseres gjennom at aksjene blir slettet og aksjekapitalen nedsatt, jf. asl. § 10-7 tredje ledd, jf. 2-10 annet ledd. Det forutsetter imidlertid at Foretaksregisteret blir varslet om at tegningen er ugyldig *før* registreringen finner sted, jf. asl. § 2-10 annet ledd, jf. første ledd tredje pkt.¹⁷⁴ Dersom slik varsel ikke blir gitt i tide, vil restitusjonskravet være prekludert. I ventureinvesteringer vil som regel kravet være prekludert ettersom ugyldighetsinnsigelser typisk fremsettes først etter at partene begynner sin etterlevelse av avtalene, altså først etter at første investeringsrunde er gjennomført. Ved investering gjennom tegning vil derfor restitusjon typisk kun få virkning for fremtidige ytelser, for eksempel ved at fremtidige transjer ikke blir gjennomført.

Et annet interessant spørsmål for restitusjon av investeringsavtaler er om VC-fondet, i tilfeller hvor VC-fondet har *kjøpt aksjer* fra gründerne (istedenfor eller i tillegg til tegning av aksjer), kan kreve restitusjon overfor gründerne slik at gründerne må betale tilbake pengene til VC-fondet og dermed få VC-fondets aksjer i retur. Hovedregelen om restitusjon gjelder også for aksjekjøp.¹⁷⁵ Ved restitusjon av aksjer må det imidlertid gjøres en nærmere vurdering av om slik restitusjon vil være en rimelig løsning.¹⁷⁶ I Borgarting Lagmannsrett avgjørelse ble det lagt til grunn at selv om vilkårene for restitusjon er til stede må rimelighetshensyn unntaksvis medføre at slik restitusjon ikke kan finne sted. Hva som er rimelig må vurderes konkret i den enkelte sak, men et moment som kan tale mot restitusjon er verdidifferansen mellom et krav om restitusjon og et krav om erstatning. Dersom aksjenes verdi øker vil et krav om erstatning være mindre enn et krav om restitusjon ettersom hovedregelen ved erstatning er at partene skal stilles som om avtalen ble riktig inngått (verdien skal altså regnes fra tidspunktet for avtaleinngåelsen).¹⁷⁷ I ventureinvesteringer vil dette være et viktig moment ettersom investeringen typisk vil føre til at aksjenes verdi stiger, og vil sannsynligvis tale for at restitusjon av aksjene ikke kan skje. Dette må imidlertid avgjøres konkret i det enkelte tilfellet.

¹⁷³ Se asl. § 10-7, jf. § 10-10.

¹⁷⁴ For sterke ugyldighetsgrunner gjøres det unntak fra varslingsplikten, jf. asl. § 2-10 annet ledd og NOU 1992:29 s. 87. Sterke ugyldighetsgrunner vil sjeldent være aktuelt for avtaler i ventureinvesteringer.

¹⁷⁵ Jf. bla. LB-2003-09085, RG-2011-272 og LB-2018-015419.

¹⁷⁶ Rt. 1995 s. 46 på s. 51 Nimbus-saken, LB-2003-09085 og Woxholt. G. (2018) s. 257-258.

¹⁷⁷ Jf. Hagstrøm, V. (2011) s. 539 flg. og LB-2003-09085.

3.4.4.3 Rettsvirkninger av ugyldighet på tvers av avtaleverket

Spørsmålet videre blir om rettsvirkninger av ugyldighet kan få virkninger på tvers av avtaleverket. For avtaler i ventureinvesteringer vil dette gjøre seg gjeldende dersom aksjonæravtalen av ulike grunner må settes *helt* til side. Da blir spørsmålet om ugyldighet av hele aksjonæravtalen må medføre at også investeringsavtalen må kjennes ugyldig.

Aksjonæravtalen og investeringsavtalen inngås som ett avtalekompleks, og har en indre sammenheng som gjør at de er avhengige av hverandre for å gi mening. Det taler for at avtalene må anses som én enhet, hvor ugyldighet av en av avtalene må tilsi ugyldighet av også den andre. En slik løsning vil også samsvare best med hensynet til partenes intensjoner og forventinger om rettigheter og forpliktelser etter avtalene. Dersom investeringsavtalen stod igjen som eneste avtale vil det være lite gunstig for begge parter.

I samme retning taler det at det ikke finnes én bestemt måte å inngå avtaler i ventureinvesteringer. Som nevnt er det en smakssak om partene inngår én avtale som utgjør en hybrid av en aksjonæravtale og investeringsavtale, eller om partene inngår avtalene som to separate dokumenter. Det ville derfor vært opp til tilfeldigheter om valg av format og terminologi skulle avgjort hvilken reaksjon ugyldighet skulle få. I sammensatte avtaleverk, hvor partene under hele prosessen har vært enige om ett sett avtaler som henger nøye sammen, må det derfor antas at ugyldighet av en av avtalene også må medføre ugyldighet av resterende avtaleverk.

Avslutningsvis kan det reises spørsmål om hvem i partsforholdet ugyldighet får virkning overfor. Dersom ugyldigheten bare hefter ved avtaleforholdet mellom noen av partene, eksempelvis ved at det kun er gründerne som krever at avtalen settes til side, oppstår spørsmålet om avtalene fremdeles gjelder mellom de øvrige partene. Hovedregelen er at avtalene kun er uforpliktende for den parten som påberoper seg ugyldighetsgrunnen, og at avtalen likevel er bindende mellom de øvrige parter.¹⁷⁸ Dersom en av partenes uttreden medfører at de andre partenes forutsetninger og berettigede forventninger blir endret, kan imidlertid hele avtaleforholdet bringes til opphør som følge av endrede forhold.¹⁷⁹ Slike endrede forhold kan gi grunnlag for å tilsidesette avtalene etter avtl. § 36 annet ledd jf.

¹⁷⁸ Woxholt, J. (2017) s. 150

¹⁷⁹ Woxholt, J. (2017) s. 251.

ordlyden «senere intrådte forhold». I ventureinvesteringer kan dette tenkes som følge av at det tredelte partsforholdet er så sammenvevd at det typisk ikke vil gi noen mening å opprettholde avtalene dersom en av partene går ut. Eksempelvis vil gründernes tilsidesettelse av avtalene få helt avgjørende betydning for om VC-fondet ønsker å opprettholde avtalene.

3.5 Mislighold

3.5.1 Innledning

I dette kapittelet vil jeg gi en oversikt over hvilke misligholdsbeføyelser som kan gjøre seg gjeldene ved brudd på avtaler i ventureinvesteringer. Brudd på avtalene sanksjoneres av alminnelige obligasjonsrettslige misligholdsbeføyelser.¹⁸⁰ Oppgaven vil ikke gi en generell fremstilling av innholdet i de ulike obligasjonsrettslige misligholdsbeføelsene men vil fokusere på hvordan og i hvilken grad disse kan være relevante ved et mislighold av avtalene.

En overordnet bemerkning er at utøvelse av misligholdsbeføyelser i ventureinvesteringer sjeldent forekommer i praksis. Bakgrunnen for det av at partene, og da særlig gründerne, sjeldent har penger til å gå de nødvendige rettslige skritt for å kunne utøve en misligholdsbeføyelse. I tillegg vil bevisspørsmål typisk være vanskelig å overkomme, eksempelvis ved erstatning som krever at det foreligger et økonomisk tap.

Misligholdsbeføyelser har likevel en preventiv effekt som kan gjøre det avskrekkende å utøve et mislighold. Selv om de sjeldent får anvendelse i praksis kan det derfor være lurt å innta bestemmelser om det i avtalene.

Fremstillingen videre vil aller først vise til noen begrensninger ved mislighold med oppstartsselskapet som part. Videre vil jeg redegjøre for hvilke misligholdsbeføyelser som typisk avtales mellom partene, før jeg vil gi en oversikt over relevante obligasjonsrettslige misligholdsbeføyelser som vil gjelde som bakgrunnsrett for avtaler i ventureinvesteringer.

Å gjøre et mislighold gjeldende med oppstartsselskapet som part medfører visse begrensninger. Som nevnt i oppgavens pkt. 2.2.1 er selskapet bundet til avtalene så fremt avtaleforpliktelsene ikke strider mot aksjerettens preseptoriske regler. For de bestemmelser selskapet ikke er bundet til, kan selskapet naturligvis heller ikke påberope seg eller stå ansvarlig for misligholdsbeføyelser som følge av brudd på disse bestemmelsene. I

¹⁸⁰ Woxholt. G. (2018) s. 113.

ventureinvesteringer vil dette gjelde de fleste bestemmelsene i aksjonæravtalen. Den videre fremstillingen vil derfor i all hovedsak omfatte misligholdsbeføyelser for gründerne og VC-fondet.

3.5.2 Avtalte misligholdsbeføyelser

Avtaler i ventureinvesteringer inneholder noen ganger bestemmelser som regulerer mislighold. Som regel blir slike bestemmelser inntatt i aksjonæravtalen eller investeringsavtalen, men de kan også sees i eksempelvis et term sheet som da vil regulere eventuelle mislighold under forhandlingen. Den videre fremstillingen vil fokusere på hvilke misligholdsbeføyelser som typisk avtales i aksjonæravtalen og investeringsavtalen.

En praktisk misligholdsbeføyelse som ofte inntas i aksjonæravtalen er bestemmelser om konvensjonalbot. En konvensjonalbot rettes gjerne mot brudd på konkurransebestemmelser, men kan også rettes mot brudd på andre bestemmelser, eksempelvis konfidensialitet eller stemmegivning på generalforsamling. Formålet med å innta en bestemmelse om konvensjonalbot er at partene skal tvinges til å etterleve avtalen. Boten bør derfor settes så høyt at den gir en preventiv effekt gjennom at partene ikke lenger har et økonomisk insentiv til å misligholde avtalen.¹⁸¹ Å innta en bestemmelse om konvensjonalbot vil være en enkel måte å avhjelpe et mislighold på.

En misligholdsbeføyelse som ofte inntas i investeringsavtalen er bestemmelser om garantier. Garantier stilles som oftest av gründerne (med personlig ansvar for å oppfylle garantiene) som følge av at VC-fondet ønsker å sikre at visse forhold om oppstartsselskapet, både finansielt og på andre måter, er som avtalt.¹⁸² Bakgrunnen for det er at VC-fondet etter at kapitalforhøyelsen er registrert, har begrensede muligheter til å få pengene tilbake fra selskapet som utsteder aksjene.¹⁸³ Garanti-bestemmelser mot gründerne er derfor en effektiv måte å kreve tilbakebetaling på i tilfeller hvor ugyldighetsinnsigelser eller erstatning fra oppstartsselskapet er avskjært som følge av at aksjene er tegnet og registrert.¹⁸⁴

¹⁸¹ Woxholt, J. (2017) s. 266.

¹⁸² Som følge av asl. § 10-9 annet ledd om at aksjeinnskuddet skal være ytt fullt ut før kapitalforhøyelsen kan meldes til Foretaksregisteret, er selskapet avskjært fra å stille garantier selv. Dersom selskapet skulle stille garantier ville det i realiteten vært å forbeholdt seg retten til å tilbakebetale aksjeinnskuddet hvis garantien fikk virkning, og investeringen som hele ville derfor ikke vært gjennomførbar jf. Aabø-Evensen, O. K. (2011) s. 961.

¹⁸³ Aabø-Evensen, O. K. (2011) s. 961.

¹⁸⁴ Se asl. § 10-7 tredje ledd, jf. § 2-10 første og annet ledd. Se også pkt. 3.4.4.

I sammenheng med garanti-bestemmelser inntas det ofte bestemmelser om såkalte kompensasjonsaksjer i investeringsavtalen.¹⁸⁵ Rett på kompensasjonsaksjer trer i kraft ved brudd på garantier som medfører at VC-fondet pådrar seg et økonomisk tap.

Kompensasjonsaksjer er således et alternativ til eksempelvis erstatning, men vil kunne være mer effektivt. Det som følge av at utstedelse av aksjer ikke er betinget av at det foreligger fri kapital ettersom kompensasjonsaksjene som tilbys typisk kan være fra tvangssalg av aksjene til den misligholdende aksjonær. Slike tvangssalg reguleres i bestemmelser om kjøps- og salgsopsjoner som utløses ved mislighold. På den måten vil de(n) som utsettes for mislighold av avtalen gis rett til å overta aksjene til den misligholdende part (kjøpsopsjon), eller omvendt, kreve at aksjene blir overdratt til den misligholdende part (salgsopsjon).¹⁸⁶

I de tilfeller der mislighold ikke er regulert i avtalene, eller der hvor bestemmelsene ikke uttømmende regulerer misligholdsspørsmålet, får bakgrunnsretten avgjørende betydning. Bakgrunnsretten ved mislighold i kontrakt følger alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper.¹⁸⁷ De obligasjonsrettslige misligholdsbeføyelsene som er relevante for aksjonæravtaler og investeringsavtaler er krav på naturaloppfyllelse, prisavslag, heving, og erstatning. Disse vil bli drøftet i den videre fremstillingen.

3.5.3 Krav på naturaloppfyllelse

Et krav på naturaloppfyllelse er et krav om at avtalen skal oppfylles etter sitt innhold til tross for at det har oppstått et mislighold, og følger av alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper.¹⁸⁸ For investeringsavtaler kan det tenkes at krav på naturaloppfyllelse kan være en effektiv misligholdsbeføyelse. Dersom VC-fondet for eksempel nekter å investere en transje (selv om alle forutsetninger og milepæler er oppfylt), kan gründerne kreve naturaloppfyllelse gjennom at VC-fondet gjennomfører investeringen.

For aksjonæravtaler vil et krav om naturaloppfyllelse imidlertid gi et begrenset vern for den som utsettes for mislighold.¹⁸⁹ Et eksempel er dersom en bestemmelse om vetorettigheter blir misligholdt, hvor misligholdet ikke vil inntreffe før stemmen blir gitt i strid med det som er avtalt på generalforsamlingen. Et krav på naturaloppfyllelse vil derfor være lite effektivt hvis

¹⁸⁵ Intervju med anonym aktør.

¹⁸⁶ Woxholt, J. (2017) s. 89.

¹⁸⁷ Woxholt, G. (2018) s. 113.

¹⁸⁸ Woxholt, J. (2017) s. 257.

¹⁸⁹ Woxholt, J. (2017) s. 258 og Woxholt, G. (2018) s. 114.

generalforsamlingens beslutning av ulike grunner ikke kan reverseres. Et annet eksempel er dersom gründerne selger eller pantsetter sine aksjer i strid med VC-fondets vetorettigheter.¹⁹⁰ I slike tilfeller vil et krav på naturaloppfyllelse være lite effektivt ettersom det vil være opp til erververen av aksjene om transaksjonen skal reverseres. Om et krav om naturaloppfyllelse er en praktisk misligholdsbeføyelse ved mislighold av aksjonæravtaler vil derfor bero på hvilken bestemmelse som misligholdes, og om en eventuell beslutning kan reverseres.

3.5.4 Prisavslag

For kjøp av aksjer reguleres krav om prisavslag i kjl. § 38, men det er antatt i tradisjonell lære at bestemmelsen kan anvendes analogisk på andre uregulerte kontraktstyper så langt de passer.¹⁹¹ Vilkåret for prisavslag er at det foreligger en mangel som utgjør et verdiminus. At mangelen må utgjøre et verdiminus fremgår indirekte av ordlyden i kjl. § 38 idet mangelen må ha gitt sitt utslag i en redusert verdi dersom prisavslaget skal bli større enn null.¹⁹² Som følge av dette vilkåret vil prisavslag sjeldent kunne være en aktuell misligholdsbeføyelse for aksjonæravtaler ettersom ytelsene i en aksjonæravtaler vanskelig kan tenkes å utgjøre et verdiminus.¹⁹³ Kjl. § 38 kan derfor ikke anvendes analogisk på aksjonæravtaler.

For investeringsavtaler ved *kjøp av aksjer* kan et prisavslag som nevnt gjøres gjeldende med hjemmel i kjl. § 38. For investeringsavtaler ved *tegning av aksjer* er spørsmålet om prisavslag kan gjøres gjeldende gjennom en analogisk anvendelse av kjl. § 38. Et krav om prisavslag må imidlertid fremsettes etter at tingen er levert, jf. ordlyden «på leveringstiden» i kjl. § 38. Ved investering gjennom tegning av aksjer vil aksjene være tegnet og registrert i Foretaksregisteret når investeringen er gjennomført. Et krav om prisavslag vil derfor på samme måte som et ugyldighetskrav være prekludert.¹⁹⁴ Kjl. § 38 kan dermed ikke anvendes analogisk på investeringsavtaler ved tegning av aksjer. Samlet sett er således et krav om prisavslag en lite praktisk misligholdsbeføyelse på avtaler i ventureinvesteringer. Dersom partene ønsker å sikre seg mot mangler som oppstår etter at tegning er gjennomført, vil garantibestemmelser være det mest effektive virkemidlet.

¹⁹⁰ Se pkt. 2.4.4.

¹⁹¹ Hagstrøm, V. (2011) s. 413.

¹⁹² Hagstrøm, V. (2011) s. 414.

¹⁹³ Se f.eks. drøftelsen om erstatning i pkt. 3.5.7 med bevis av økonomisk tap for sammenligning.

¹⁹⁴ Se pkt. 3.4.4.3 for preklusjon av ugyldighetskrav ved tegning av aksjer.

3.5.5 Heving

Hevingsretten følger av alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper, men er for aksjekjøp også regulert i kjl. § 39. Heving er i utgangspunktet en praktisk misligholdsbeføyelse ettersom et mislighold av avtalene vil vanskeliggjøre et videre samarbeid.¹⁹⁵ Heving kan derfor opphøre samarbeidet. Vilkåret for heving er at det foreligger et *vesentlig* mislighold.¹⁹⁶ Terskelen for å kreve heving er således høyere enn for andre misligholdsbeføyelser. Spørsmålet for den videre fremstillingen er i hvilken grad heving er en praktisk misligholdsbeføyelse for avtaler i ventureinvesteringer, og hvilke rettsvirkninger heving kan få.

For aksjonæravtaler vil en hevingsbeføyelse ha liten praktisk verdi som følge av at hevingen kun gir partene rett til å tre ut av det *avtalerettslige* forholdet.¹⁹⁷ Som nevnt tidligere kan dette være en uheldig situasjon ettersom det selskapsrettslige forholdet mellom partene da vil bli regulert gjennom aksjelovens løsninger, og ikke aksjonæravtalens skreddersydde løsninger. En hevingsrett vil derfor sjeldent være en praktisk løsning for aksjonæravtaler med mindre den kan kombineres med en heving av investeringsavtalen. For investeringsavtalen gjør ikke disse hensynene seg gjeldende, og en heving vil derfor i utgangspunktet kun være en praktisk misligholdsbeføyelse for investeringsavtalen. Spørsmålet videre er hva som er rettsvirkningene av heving.

Hva som er rettsvirkningen av heving avhenger av om partenes forpliktelser etter den aktuelle avtalen er oppfylt. Dersom forpliktelsene ennå ikke er oppfylt, er rettsvirkningen at forpliktelsene faller bort.¹⁹⁸ I ventureinvesteringer er imidlertid avtalene som regel alltid helt eller delvis oppfylt når misligholdet oppstår. I slike tilfeller blir spørsmålet om den aktuelle avtalen kan heves med retroaktiv virkning (*ex tunc*) som er hovedregelen ved restitusjon, eller bare med virkning for fremtidige ytelser (*ex nunc*).¹⁹⁹ Det tilsvarende spørsmålet for ugyldighet er behandlet i pkt. 3.4.4.2, og de samme hensyn vil langt på vei gjøre seg gjeldende også for heving. Utgangspunktet ved heving av aksjonæravtalen er derfor at heving, der hvor det er mulig ut fra arten av ytelsen, må følge hovedregelen om restitusjon.

¹⁹⁵ Woxholt, J. (2017) s. 260,

¹⁹⁶ Woxholt, G. (2018) s. 114.

¹⁹⁷ Woxholt, J. (2017) s. 260.

¹⁹⁸ Woxholt, G. (2018) s. 114.

¹⁹⁹ Hagstrøm, V. (2011) s. 453.

Ved heving av investeringsavtalen i tilfeller hvor investeringen gjøres ved en *tegning* av aksjer vil hovedregelen om restitusjon medføre særlige utfordringer som følge av at aksjene som regel er blitt tegnet og registrert.²⁰⁰ I slike tilfeller vil hevingsretten kun få virkning for fremtidige transjer, noe som kanskje ikke vil kunne avhjelpe misligholdet på en tilstrekkelig måte. For investering gjennom *aksjekjøp* vil imidlertid en restitusjon som utgangspunkt kunne skje.²⁰¹ Om heving er en praktisk misligholdsbeføyelse for investeringsavtaler vil derfor bero på hvilken investeringsmetode partene har valgt.

Spørsmålet videre er om heving skal medføre at *hele* eller kun *deler* av avtalen faller bort. I ugyldighetsdrøftelsen ble det argumentert for at avtalene kun skal settes *delvis* til side der hvor det lar seg gjøre på grunn av det underliggende selskapsforholdet. For hevingsspørsmålet stiller dette seg noe annerledes ettersom heving krever at det foreligger et vesentlig mislighold fra en av partene. Det taler for at delvis heving ikke er en fornuftig løsning ettersom det vesentlige misligholdet vil vanskeliggjøre et videre samarbeid av den delen av avtalen som da vil stå igjen. Om det skal gjøres en hel eller delvis heving må derfor avgjøres konkret i det enkelte tilfellet.

For de neste spørsmålene om rettsvirkningene av heving vises det til drøftelsen om ugyldighet ettersom de samme hensynene langt på vei vil gjøre seg gjeldende også ved heving.²⁰² For det første vil heving av én av avtalene medføre at også resterende avtaleverk må heves. For det andre vil en hevingsrett i utgangspunktet kun ha betydning for den som fremsetter misligholdet, men en parts uttreden kan medføre at de andre partenes forutsetninger for avtalene kan bli endret. Dette kan gi grunnlag for tilsidesettelse av avtalene etter avtl. § 36.²⁰³

3.5.6 Erstatning

Krav på erstatning som misligholdsbeføyelse følger av alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper, og er for aksjekjøp regulert i kjl. § 40. Vilkårene for erstatning er at det foreligger et økonomisk tap, et ansvarsgrunnlag og en årsakssammenheng. Erstatning er sjeldent en praktisk misligholdsbeføyelse for avtaler i ventureinvesteringer ettersom vilkåret om økonomisk tap ofte er vanskelig å bevise.²⁰⁴ For eksempel vil det være vanskelig å bevise et

²⁰⁰ Jf. den samme utfordringen i ugyldighetsdrøftelsen i pkt. 3.4.4.2.

²⁰¹ Jf. ugyldighetsdrøftelsen i pkt. 3.4.4.2.

²⁰² For utdypende begrunnelse henvises det til drøftelsen i pkt. 3.4.4.

²⁰³ Woxholt, J. (2017) s. 266.

²⁰⁴ Hagstrøm, V. og Stensvik, A. (2019) s. 17.

økonomisk tap av at det stemmes inn et annet styremedlem enn det som var avtalt. Et annet eksempel er dersom gründerne bryter med en av VC-fondets vetorettigheter og selger aksjene sine. I et slikt tilfelle vil det økonomiske tapet kunne bevises dersom aksjene er solgt til en lavere kost en markedspris. Hva som er markedspris er imidlertid vanskelig å fastsette, noe som gjør at det også i slike tilfeller oppstår problemer med å bevise et økonomisk tap.

Som følge av dette vil en bestemmelse om konvensjonalbot være en mye mer effektiv misligholdsbeføyelse enn et krav om erstatning. Erstatning medfører stor usikkerhet rundt bevisspørsmål, mens en bestemmelse om konvensjonalbot avhjelper denne usikkerheten gjennom at utmålingen allerede er forhåndsbestemt i avtalene.²⁰⁵ En bestemmelse om konvensjonalbot vil derfor også ha en større preventiv effekt enn erstatning.

²⁰⁵ Woxholt, J. (2017) s. 260.

Del IV – Avsluttende bemerkninger

Fremstillingen har redegjort for noen av de mest sentrale spørsmålene som kan reises for avtaler i ventureinvesteringer som en ny avtaletype. I dette kapittelet vil jeg gi noen avsluttende bemerkninger på noen av funnene jeg har gjort, og diskutere om det rettspolitisk bør vurderes om avtaler i ventureinvesteringer i større grad bør lovreguleres.

I den empiriske delen av oppgaven ble det vist til at standardklausulene har et overordnet preg av å være investorvennlige. Selv om bestemmelsene med første øyekast fremstod som svært urimelige, ble det konkludert med at disse kun i sjeldne tilfeller vil være ugyldig etter avtl. § 36. At bestemmelsene er strenge og til dels ensidige betyr ikke alene at de må anses som urimelige.

Partenes forhandlingsprosess og de ulike avtaleinngåelsene reiste også flere interessante bindingsspørsmål. Det ble konkludert med at binding av term sheets kun kan tenkes unntaksvis da det er en sterk presumsjon i norsk rett om at innledende avtaler ikke skal være bindende. Unntak fra denne presumsjonen kan tenkes i tilfeller hvor vesentlige punkter i avtalen er avklart. For due diligence-prosessen ble det fremholdt at det i norske ventureinvesteringer bør stilles større krav til klarhet ved utformingen av forbeholdet ettersom den norske avtalerettslige tradisjonen i større grad bygger på at avtaler er bindende. Sett i sammenheng taler disse konklusjonene for at det i tilfeller hvor vesentlige punkter i et term sheet er avklart og et forbehold om due diligence er uklart formulert, vil det i større grad kunne gi gründerne berettigede forventninger om at VC-fondet er bundet til å gjennomføre investeringen.

Et annet interessant funn fra drøftelsen om due diligence var at internasjonale standarder ikke kan inntas direkte i norsk rett uten å forvente at det må gjøres tilpasninger til den norske rettstradisjonen. Det kan verste fall medføre at VC-fondet blir bundet til å gjennomføre investeringen som følge av avtalen er for upresist utformet. Det taler for at norske VC-fond bør være forsiktig med å anvende maler innhentet fra utenlandsk rett direkte i ventureinvesteringer uten å gjøre nødvendige tilpasninger til den norske rettstradisjonen.

Som følge av dette kan tendensen med offentliggjøring av maler nevnt innledningsvis i oppgaven være risikabelt dersom det vil medføre at partene direkte kopierer standardiserte

bestemmelser fra utenlandske maler inn i egne avtaler. Ut fra mine empiriske undersøkelser er imidlertid den klare hovedregelen at malene kun fungerer som et utgangspunkt ved utformingen av avtalene. Dette skyldes forhåpentligvis ikke bare behovet for skreddersøm, men også at partene ser nødvendigheten i å tilpasse malene til norsk rett.

Rettspolitisk kan det diskuteres hvorvidt avtaler i ventureinvesteringer i større grad bør lovreguleres. Som følge av den ujevne maktbalansen mellom partene, kan det for det første trekkes likheter mot forbrukerforhold som på kontraktsrettens område er sterkt lovregulert og inneholder mange preseptoriske bestemmelser med formål om å beskytte den uprofesjonelle part.²⁰⁶ For det andre kan det trekkes likheter mot børs- og verdipapirretten hvor det også foreligger svært vidtrekkende preseptorisk lovgivning for investering i finansielle instrumenter på regulerte markedsplasser.²⁰⁷ Ventureinvesteringer faller utenfor disse reglene, med den følge at partene ikke er beskyttet mot de forhold lovene er ment å verne.

En lovregulering av avtaler i ventureinvesteringer ville imidlertid neppe vært en god løsning. Partenes avtalefrihet og muligheten for skreddersøm er det bærende grunnlaget for at investeringer med så høy risiko som ventureinvesteringer i det hele tatt gjennomføres. Statlige reguleringer ville sannsynligvis derfor satt for store begrensninger i dette grunnlaget, med den konsekvens at det ville blitt gjennomført færre ventureinvesteringer. Dette ville igjen kunne hatt en negativ effekt på både innovasjon og utvikling i norsk næringsliv. For avtaler i ventureinvesteringer vil således fordelene med en lovregulering bli spist opp av de negative konsekvensene en lovregulering ville medført.

På grunn av dette er det desto viktigere hva avtaler i ventureinvesteringer inneholder. Standardklausulene har som nevnt et overordnet preg av å være investorvennlige, særlig for det tilfellet at oppstartsselskapet ikke blir en suksess. Her virker flere av bestemmelsene unødvendig strenge, eksempelvis bestemmelser om likvidasjonspreferanser hvor gründerne risikerer å sitte igjen med svært lite dersom selskapet blir likvidert på en lavere verdi enn det VC-fond investerte på. På den andre siden er dette den «harde fakta» med ventureinvesteringer, og de fleste gründerne bør nok være innforstått med at risikoen for at selskapet ikke blir en suksess er svært stor. Med den begrunnelsen skal det sannsynligvis mye til for at avtaler i ventureinvesteringer vil bli mer gründervennlige i årene som kommer.

²⁰⁶ Se LOV-2002-06-21-34 om forbrukerkjøp, Forbrukerkjøpsloven.

²⁰⁷ Se LOV-2007-06-29-75 om verdipapirhandel, Verdipapirhandelloven.

Kildeliste

Lovgivning

Aksjeloven	LOV-1997-06-13-44 om aksjeselskaper
Avtaleloven	LOV-1918-05-31-4 om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer.
Forbrukerkjøpsloven	LOV-2002-06-21-34 om forbrukerkjøp.
Kjøpsloven	LOV-1988-05-13-27 om kjøp.
Norske lov	LOV-1687-04-15 Kong Christian Den Femtis Norske Lov.
Verdipapirhandeloven	LOV-2007-06-29-75 om verdipapirhandel.

Lovforarbeider

Ot.prp.nr.5 (1982–1983)	Forarbeider til avtaleloven. <i>Om lov om endringer i avtaleloven 31 mai 1918 nr, 4, m.m. (generell formuerettslig lempingsregel).</i>
Ot.prp.nr.80 (1986–1987)	Forarbeider til kjøpsloven. <i>Om A Kjøpslov B Lov om samtykke til ratifikasjon av FN-konvensjonen om kontrakter for internasjonale løsørekjøp, vedtatt 11 april 1980.</i>
NOU 1996:3	Forarbeider til aksjeloven. <i>Ny aksjelovgivning.</i>

Rettspraksis

Avgjørelser fra Høyesterett

Rt. 1924 s. 226

Rt. 1993 s. 312

Rt. 1994 s. 581

Rt. 1995 s. 46

Rt. 1995 s. 543

Rt. 1998 s. 946

Rt. 2000 s. 806

Rt. 2001 s. 1288

Rt. 2002 s. 1155

Rt. 2003 s. 1132

Rt. 2010 s. 1345

Avgjørelser fra underrettene

LB-2003-09085

Borgarting Lagmannsrett.

LG-2009-19469

Gulating Lagmannsrett.

RG-2011-272

Borgarting Lagmannsrett.

LG-2014-17386	Gulating Lagmannsrett.
LB-2018-015419	Borgarting Lagmannsrett.
LB-2019-102148	Borgarting Lagmannsrett.

Juridisk teori

Fagbøker

Aabø-Evensen, O. K. (2011).	<i>Om oppkjøp av selskaper og virksomhet. En praktisk tilnærming til prosessene, verktøyene og eksemplene.</i> 1. utgave. Universitetsforlaget. Oslo.
Andenæs, M. (2006).	<i>Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper.</i> 2. utgave. Lobo Media AS. Oslo.
Bråthen, T. (2019).	<i>Selskapsrett.</i> 6. utgave. Gyldendal i kommisjon med Focus Forlag AS. Oslo.
Blaauw, H. (2019).	<i>M&A, En praktisk innføring.</i> 1. utgave. Universitetsforlaget. Oslo.
Hagstrøm, V. (2011).	<i>Obligasjonsrett.</i> 2. utgave. Universitetsforlaget. Oslo.
Hagstrøm, V. og Stensvik, A. (2019).	<i>Erstatningsrett.</i> 2. utgave. Universitetsforlaget. Oslo.
Høgberg, A. P. (2006)	<i>Kontraktstolkning. Særlig om tolkningsstiler ved fortolkning av skriftlige kontrakter.</i> 1. utgave. Universitetsforlaget. Oslo.
Skoghøy, J. E. (2018).	<i>Rett og rettsanvendelse.</i> 1. utgave. Universitetsforlaget. Oslo.
Tørum, A. B. (2019).	<i>Interpretation of commercial contracts.</i> 1. Utgave. Universitetsforlaget. Oslo.
Woxholt, G. (2017).	<i>Avtalerett.</i> 10. utgave. Gyldendal Norsk Forlag AS. Oslo.

- Woxholt, G. (2018). *Selskapsrett*.
6. utgave. Gyldendal Norsk Forlag AS. Oslo.
- Woxholt, J. (2012). *Aksjonæravtaler – i hvilken grad har aksjonæravtaler selskapsrettslig virkning?* 1. utgave. Gyldendal Norsk Forlag. Oslo.
- Woxholt, J. (2017). *Aksjonæravtaler*.
3. utgave. Gyldendal Norsk Forlag AS. Oslo.

Norsk lovkommentar

- Høgberg, A. P. (2021) *Norsk lovkommentar: avtaleloven*.
Avtl. § 36 note 147. Rettsdata.no (lest. 22.04.2021).

Artikler i tidsskrift

- Berg-Utby, T., m.fl. (2006). *Venture Kapital: Smarte Penger?*
Praktisk økonomi & finans 2006/2, side 45-49.
- Bråthen, T. (1983). *Aksjeselskapsrett*.
Lov og Rett 1983/6, Årgang 22, side 319-324.
- Boye, K. (2006). *Verdsettelse og finansiering av ventureselskaper*.
Praktisk økonomi & finans, 2006/2, side 51-59.
- Hjort, H. (2006). *Aksjonæravtaler*.
Praktisk økonomi & finans 2005/4, side 65-75.
- Ravlo-Losvik, L. (2016). *Omsetningsreguleringer i aksjeselskaper*.
Tidsskrift for forretningsjus 2008/2, Årgang 14, side 86-115.
- Skudal, A. Ø. (2007). *Due diligence*.
Praktisk økonomi & finans 2007/3, side 27-32.

- Torpp, B. O. M.fl. (2012). *Venture capital-investeringer: En oversikt over enkelte rettslige problemstillinger og praktiske utfordringer knyttet til krav som investor ofte stiller overfor minoritetsaksjonærer.*
Tidsskrift for forretningsjus 2012/2, Årgang 18, side 67-84.
- Ørstavik, I. B. (2018). *Prinsippet om objektiv tolkning.*
Tidsskrift for Rettsvitenskap 2018/4, Årgang 131, side 331-381.
- Worsøe, A. H. (2006). *En generell introduksjon til Venture Capital og Private Equity: «Forretningsmodellen, investeringsalternativene og aktørene».*
Praktisk økonomi & finans 2006/2, side 3-10.
- Woxholt, G. (1993). *Lovvalsreglene i selskapsforhold, herunder legitimasjon og personlig erstatningsansvar overfor tredjemann.*
Lov og Rett 1993/10, Årgang 32, side 579-595.

Nettdokumenter

Avisartikler og andre nettdokumenter

- Dagens Næringsliv (2017) *Fikk gründerdrømmen knust av Schibsted.*
Nedlastet 12.02.21.
<https://www.dn.no/magasinet/dokumentar/geir-engdahl/google/schibsted/fikk-grunderdrommen-knust-av-schibsted/2-1-72141>

- Dagens Næringsliv (2017) *Oh shit, vi står midt i et digert paradigmeskifte.* Nedlastet 16.03.2021.
<https://www.dn.no/innlegg/schibsted/snapsale/grunder/-oh-shit-vi-star-midt-i-et-digert-paradigmeskifte/2-1-75339>
- Finansforbundet (2021) *Vil ha flere tusen engler.*
 Nedlastet 15.03.2021. <https://www.finansforbundet.no/folk-og-fag/fremtidens-arbeidsliv/dette-gjor-en-engleinvestor/>
- Investinor (2021)
 Nedlastet 15.03.2021.
<https://investinor.no/om-oss/>
- Norsk Hydro (2021) *1904: Et prosjekt av stort format.*
 Nedlastet 11.02.21. <https://www.hydro.com/no-NO/om-hydro/var-historie/1900-1917/1904-et-prosjekt-av-stort-format/>
- Medlemmer NVCA (2021)
 Nedlastet 18.02.21.
<https://www.nvca.no/medlemmer/>
- Shifter (2021) *Betingelsene gründerne bør forvente i et moderne term sheet, og fellene du må unngå».*
 Nedlastet 08.02.21. <https://shifter.no/nyheter/betingelsene-grndere-bor-forvente-i-et-moderne-term-sheet-og-fellene-du-ma-unnga/200917>
- Startups (2018) *Series A, B, C, D and E Funding: How it works.* Nedlastet 25.03.2021. <https://www.startups.com/library/expert-advice/series-funding-a-b-c-d-e>

Podcast

- Podcast Unotert (2021) *#2- Aktivt eierskap i tidligfase.* Intervju med Herbjørn Skjervold i Pro Venture. Lyttet på 22.04.2021.
<https://podcasts.apple.com/no/podcast/unotert/id1561364411>

Empiriske undersøkelser

Kontraktsmateriale er innhentet fra følgende aktører:

Y Combinator.

Investinor.

SNÖ Ventures.

NVCA.

StartupLab.

Startuptools.

Series Seed.

MaRS Discovery District.

Entrepedia.

Byfounders.

Flere advokatfirmaer og VC-fond som av konfidensielle grunner må holdes anonyme.

Offentlig tilgjengelige maler

Av kontraktsmaterialet er det det kun følgende dokumenter som er offentlig tilgjengelig:

- Startup Lab (2021). *Term sheet template*. Nedlastet: 04.01.21.
<https://startuplab.no/documents/>
- StartupTools (2021). *Term sheet template*. Nedlastet 04.01.21.
<https://startuptools.org/no/term-sheet/>
- NVCA (2021). *Term sheet template*. Nedlastet 04.01.21.
<https://nvca.org/model-legal-documents/>
- MaRS Discovery District (2021). *Term sheet template*. Nedlastet 28.01.21.
https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwi0jKeTqoDwAhXQs4sKHaHmDvUQFjAAegQIAxAD&url=https%3A%2F%2Flearn.marsdd.com%2Fwp-content%2Fuploads%2F2013%2F10%2FSample-Preferred-Term-Sheet.doc&usg=AOvVaw1Thq_virAQ-I4PxxgJ8KswO
- Series Seed (2021). *Diverse templatet*.
Nedlastet 28.01.21. <https://www.seriesseed.com>
- Entrepedia (2021). *Diverse templatet*.
Nedlastet 28.01.21.
<https://www.entrepedia.com/no/dokumenter/>
- Byfounders (2021). *Term sheet template*.
Nedlastet 28.01.21. https://assets.website-files.com/5ffd628b9f5c94777e6eb5b6/6076a4aa59fc361f314e4968_byFounders%20Term%20Sheet%20Seed%20template%20-2013.04.2021.pdf

Intervjuet med aktører i bransjen

Max Samuel (2021)

SNÖ Ventures. Telefonsamtale og e-post korrespondanse. Har samtykket til å være referanse.

Ross (2021)

Katapult Ocean. E-post korrespondanse. Har samtykket til å være referanse.

Anonyme kilder fra VC-fond.

Konfidensielt.

Anonyme kilder fra advokatfirmaer.

Konfidensielt.

