

# Simple Agreements for Future Equity (Safe-notes) i dansk ret

## Simple Agreements for Future Equity (Safe-notes) in Danish Law

af **JULIE BJERRISGAARD ESKILDSEN** og **MIA ANDRUP AASER PEDERSEN**

*Nærværende speciale undersøger, hvorvidt det er muligt at anvende finansieringsinstrumentet Simple Agreements for Future Equity (SAFE-notes) i dansk ret.*

*Specialet opstiller en hypotese om, at der for startup-selskaber er behov for mere simple finansieringsinstrumenter, som skal gøre det lettere at opnå finansiering i selskabernes opstartende fase. Denne hypotese bekræftes, herunder at SAFE-notes kan være en mulighed for at opnå finansiering nemt, hurtigt og billigt.*

*I specialet undersøges derfor, hvorvidt de danske selskabsretlige regler hindrer anvendelsen af SAFE-notes. Hertil analyseres relevante regler i selskabslovens kapitel 10 om kapitalforhøjelser. Specialet konkluderer herefter, at det ikke efter dansk selskabslovgivning er muligt at udstede SAFE-note i dens oprindelige version. Dette er en konsekvens af den udtømmende opregning af kapitalforhøjelsesmetoder i selskabslovens § 153, idet SAFE-notes ikke kan karakteriseres som hverken et konvertibelt gælds-brev eller en warrant. Det konkluderes derfor, at anvendelsen af SAFE-notes i dens oprindelige version allerede af den grund vil kræve en ændring af de danske selskabsretlige regler. Det undersøges endvidere om SAFE-notes lever op til de øvrige regler for kapitalforhøjelse i selskabslovens kapitel 10, hvortil det konkluderes, at flere oplysningskrav i SL § 158 ikke kan imødekommes. Det konkluderes endvidere, at konsekvensen af, at den danske selskabslov hindrer anvendelsen af SAFE-notes vil være, at disse indgås rent aftalebaseret, hvilket strider mod selskabslovens hensyn til transparens om selskabernes forhold.*

*Det undersøges herefter, hvorvidt det er muligt at anvende SAFE-notes i overensstemmelse med EU-lovgivningen. Det konkluderes i denne forbindelse, at 2. selskabsdirektiv ikke er til hinder for anvendelsen, hvorfor det er muligt at ændre den danske selskabslovgivning. I forlængelse heraf undersøges det, hvorvidt SAFE-notes er anvendelige i overensstemmelse med selskabslovgivningen i henholdsvis Sverige og Norge, hvilket besvares benægtende.*

*Specialet konkluderer endvidere, at anvendelsen af SAFE-notes tillige afhænger af den skattemæssige kvalifikation, hvilket hidtil er uafklaret.*

## Indholdsfortegnelse

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| <b>1. Indledning</b>    | <b>5</b> |
| 1.1. Introduktion       | 5        |
| 1.2. Problemformulering | 6        |
| 1.3. Afgrænsning        | 6        |
| 1.4. Metode             | 7        |
| <b>2. Introduktion</b>  | <b>7</b> |

|           |                                                                                               |           |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 2.1.      | Udviklingen af SAFE-notes.....                                                                | 7         |
| 2.2.      | SAFE-notes som finansieringsinstrument .....                                                  | 8         |
| 2.3.      | Det praktiske behov .....                                                                     | 13        |
| 2.4.      | HATCH .....                                                                                   | 13        |
| <b>3.</b> | <b>Finansieringsinstrumenter i dansk ret.....</b>                                             | <b>14</b> |
| 3.1.      | Generelt om finansiering .....                                                                | 14        |
| 3.1.1.    | Egenfinansiering og fremmedfinansiering.....                                                  | 14        |
| 3.1.2.    | Mellemformer mellem egenfinansiering og fremmedfinansiering .....                             | 17        |
| 3.1.3.    | SAFE-notes som finansieringsform .....                                                        | 18        |
| 3.2.      | Hybride finansieringsinstrumenter til brug for venturekapital .....                           | 18        |
| 3.2.1.    | Venturekapital.....                                                                           | 18        |
| 3.2.2.    | Venturekapital i selskabers livscyklus .....                                                  | 19        |
| 3.2.3.    | SAFE-notes som venturekapital .....                                                           | 20        |
| 3.3.      | Selskabsloven .....                                                                           | 20        |
| 3.3.1.    | Selskabslovens udvikling.....                                                                 | 20        |
| 3.3.2.    | Modernisering af Selskabsretten.....                                                          | 22        |
| 3.3.3.    | Hensyn i selskabsretten.....                                                                  | 23        |
| 3.3.4.    | Delkonklusion.....                                                                            | 24        |
| 3.4.      | Selskabslovens kapitel 10.....                                                                | 24        |
| 3.4.1.    | Relevante bestemmelser i selskabslovens kapitel 10 .....                                      | 25        |
| 3.4.1.1.  | SL § 153.....                                                                                 | 25        |
| 3.4.1.2.  | SL § 167.....                                                                                 | 26        |
| 3.4.1.3.  | SL § 168.....                                                                                 | 29        |
| 3.4.1.4.  | SL § 158.....                                                                                 | 29        |
| 3.4.1.5.  | SL § 162.....                                                                                 | 31        |
| 3.4.1.6.  | SL § 173.....                                                                                 | 33        |
| 3.4.2.    | Konsekvensen af manglende overholdelse af selskabslovens kapitel 10.....                      | 35        |
| 3.4.3.    | Delkonklusion.....                                                                            | 37        |
| 3.5.      | Kan SAFE-notes anvendes i overensstemmelse med selskabslovens kapitel 10 .....                | 38        |
| 3.5.1.    | SL § 153, stk. 1 .....                                                                        | 38        |
| 3.5.1.1.  | Kan SAFE-notes karakteriseres som et konvertibelt gældsbrief i selskabsretlig forstand? ..... | 38        |
| 3.5.1.2.  | Kan SAFE-notes karakteriseres som en warrant i selskabsretlig forstand? .....                 | 39        |
| 3.5.1.3.  | Delkonklusion.....                                                                            | 39        |
| 3.5.2.    | SAFE-notes i lyset af de øvrige regler i selskabslovens kapitel 10.....                       | 39        |
| 3.5.2.1.  | SL §§ 167 og 168.....                                                                         | 40        |
| 3.5.2.2.  | SL § 153, stk. 2 .....                                                                        | 40        |
| 3.5.2.3.  | SL § 158.....                                                                                 | 42        |
| 3.5.2.4.  | SL § 162.....                                                                                 | 44        |
| 3.5.2.5.  | SL § 173.....                                                                                 | 45        |
| 3.5.3.    | Delkonklusion.....                                                                            | 45        |
| 3.6.      | Aftalebaserede finansieringsinstrumenter .....                                                | 46        |
| 3.6.1.    | Aftalebaserede konvertible gældsbriefe .....                                                  | 46        |
| 3.6.2.    | Konsekvensen af anvendelsen af rent aftalebaserede finansieringsinstrumenter .....            | 47        |

|                                                                               |           |
|-------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>4. 2. Selskabsdirektiv .....</b>                                           | <b>47</b> |
| 4.1. Baggrund og formål.....                                                  | 48        |
| 4.2. 2. Selskabsdirektivs regler om kapitalforhøjelse .....                   | 49        |
| 4.2.1. Generelt .....                                                         | 49        |
| 4.2.2. Værdipapirer med tilknyttet tegnings- eller konverteringsret .....     | 50        |
| 4.3. Kan SAFE-notes udstedes i overensstemmelse med 2. selskabsdirektiv ..... | 51        |
| 4.4. Forskellen på reglerne i 2. selskabsdirektiv og selskabsloven.....       | 53        |
| 4.5. Delkonklusion.....                                                       | 54        |
| <b>5. Skatteretlige betragtninger vedrørende SAFE-notes .....</b>             | <b>54</b> |
| 5.1. Indledning til SKAT .....                                                | 54        |
| 5.2. Sammenspillet mellem selskabsretten og skatteretten.....                 | 56        |
| 5.3. SKM 2020.423 SR og SKM 2022.259 LSR.....                                 | 58        |
| 5.3.1. SKM 2020.423 SR.....                                                   | 58        |
| 5.3.2. SKM 2022.259 LSR .....                                                 | 60        |
| 5.4. Retskildemæssig værdi af SKM 2020.423 SR og SKM 2022.259 LSR.....        | 61        |
| 5.5. Kvalifikationsmuligheder udover SKM 2020.423 SR.....                     | 62        |
| 5.6. Delkonklusion.....                                                       | 62        |
| <b>6. Komparativt .....</b>                                                   | <b>63</b> |
| 6.1. Indledning.....                                                          | 63        |
| 6.2. SAFE-notes i svensk selskabsret .....                                    | 63        |
| 6.3. SAFE-notes i norsk selskabsret .....                                     | 66        |
| 6.4. Delkonklusion.....                                                       | 68        |
| <b>7. Diskussion .....</b>                                                    | <b>69</b> |
| 7.1. Vurdering af SAFE-notes .....                                            | 69        |
| 7.2. Er dansk ret iværksættervenligt? .....                                   | 70        |
| 7.3. De lege Ferenda-betragtninger .....                                      | 72        |
| <b>8. Konklusion.....</b>                                                     | <b>74</b> |
| <b>Litteratur .....</b>                                                       | <b>76</b> |
| Love, lovforarbejder, bekendtgørelser mv.....                                 | 76        |
| Direktiver.....                                                               | 79        |
| Praksis.....                                                                  | 79        |
| Juridiske vejledninger.....                                                   | 79        |
| Rapporter og analyser.....                                                    | 80        |
| Bøger .....                                                                   | 80        |
| Artikler .....                                                                | 83        |
| Websteder .....                                                               | 84        |

## **Bilagsoversigt**

- Bilag 1: SAFE-notes med Valuation Cap
- Bilag 2: SAFE-notes med Discount
- Bilag 3: SAFE-notes, Most Favored Nation (MFN), No Valuation Cap, No Discount
- Bilag 4: Beregninger for konvertering af SAFE-notes
- Bilag 5: Udeladt i nærværende eksemplar.
- Bilag 6: Korrespondance samt notat fra Erhvervsstyrelsen
- Bilag 7: WISE
- Bilag 8: SLIP
- Bilag 9: OECD-organisationens analyse af OECD-landenes konkurrenceevne for iværksættere

## **Abstract**

Obtaining financing is an essential criterion for startups to survive the initial phase of a company's life cycle. It is therefore essential that the legislation ensures good conditions and opportunities for financing, both in the initial phase, and in the development phase of the company. Simple Agreement for Future Equity (SAFE-notes) is an example of a financing instrument that aims to make it easier for startups to obtain financing.

The purpose of this thesis is to examine the use of SAFE-notes in Danish law. SAFE-notes are characterized by the fact that an investor invests in a company in return for receiving shares in the company at a future date. The right to conversion into shares only arises when a predetermined event occurs, which is often the next increase of the share capital. It is not until this point that a valuation of the company has to be carried out. This postpones the date of the valuation of the company on which the conversion is based and hence the number of shares acquired in the company. SAFE-notes therefore differs from other hybrid financing instruments recognized in Danish company law, as there is no predetermined price for the conversion.

To answer the question of whether SAFE-notes can be used as a financing instrument in accordance with Danish company law, this thesis will analyze the company law rules on capital increase, namely the rules in the Danish Companies Act and the EU's 2nd Company Law Directive, and whether SAFE-notes can comply with these rules. The advantages and disadvantages of the use of SAFE-notes will also involve the protection purposes underlying the company law rules and whether SAFE-notes meet these purposes. The discussion will be based on the need and possibilities for more flexible financing options, compared to the general socioeconomic focus on competitiveness, including an entrepreneurial environment.

The conclusion states that in practice there seems to be a demand for simpler financing options. In addition, it is found that SAFE-notes are an example of a simpler financing option, which can thus make it easier for startups to obtain financing. It is further concluded that the Danish Companies Act prevents the use of SAFE-notes in accordance with the rules of Danish company law. Therefore, the use of SAFE-notes in Danish law will require an amendment of the Danish Companies Act.

# 1. Indledning

## 1.1. Introduktion

Opnåelse af finansiering er et væsentligt kriterium for, at et selskab kan overleve den opstartende fase i dets livscyklus. Derfor er det essentielt, at der lovgivningsmæssigt sikres gode rammevilkår og muligheder for finansiering for selskaber, både i den opstartende fase og i udviklingsfasen. Fra lovgivningsmagtens side gives der i tilknytning hertil udtryk for, at man har til hensigt at sikre gode vilkår for selskabers mulighed for opnåelse af finansiering. I regeringens forslag til finanslov af 2023, fremgår følgende: *“Ministeriet arbejder desuden for at skabe gode vilkår for adgang til risikovillig kapital, bl.a. for iværksættere samt at understøtte effektive kapitalmarkeder, herunder for værdipapirhandel”*.<sup>1</sup> Denne udtalelse er ikke ny, og tilsvarende fremgår af finanslovene i over 10 år tilbage.<sup>2</sup> Derudover fremgår det tillige af lovforslaget til finansloven af 2023, at regeringen vil arbejde for, at *“Danske virksomheder skal have klare og enkle regler med færre byrder, der understøtter virksomhedernes konkurrenceevne og samfundsansvar”*.<sup>3</sup>

Det er således tydeligt, at der i Danmark på det lovgivningsmæssige område er fokus på at sikre adgang til kapital for iværksættere, herunder også adgang til risikovillig venturekapital. Dette fokus skyldes et ønske om, at Danmark skal være et attraktivt land at opstarte og drive selskaber i.

For at opfylde dette ønske kræves blandt andet, at de vilkår og regler som selskaber i Danmark skal overholde, er konkurrencedygtige i forhold til reglerne i andre lande. Derfor er det vigtigt, at lovgivningsmagten løbende følger udviklingen i erhvervslivet, herunder både i iværksættermiljøet og investormiljøet. Hvis lovgivningen ikke følger med udviklingen i erhvervslivet, risikerer man blandt andet, at lovgivningen hindrer anvendelsen af nye finansieringsinstrumenter, som præsenteres internationalt, og som under tiden vil finde sit indtog i Danmark. Ved derimod at tilpasse lovgivningen og muliggøre anvendelsen af nye finansieringsinstrumenter, kan Danmark være et attraktivt og konkurrencedygtigt land at opstarte selskaber i.

For at opnå et attraktivt og konkurrencedygtigt iværksættermiljø er det vigtigt, at iværksættere har en nem og hurtig adgang til at opnå finansiering af startkapital. For investorer er det tillige vigtigt, at investeringen kan foretages nemt og hurtigt. Dette er ikke altid tilfældet for de finansieringsinstrumenter, der er kendt i dansk ret, hvorfor det i praksis ses, at andre former for finansieringsinstrumenter udvikles.

Simple Agreements for Future Equity (SAFE-notes) er netop et eksempel på et finansieringsinstrument, der skal gøre det muligt for startup-selskaber<sup>4</sup> at opnå finansiering nemt, hurtigt og billigt. SAFE-notes er endvidere et eksempel på et finansieringsinstrument, der er udviklet internationalt og som formentlig er begyndt sit indtog i det danske erhvervsliv. I specialet opstilles derved følgende hypotese:

*“I Danmark er der en efterspørgsel på mere simple finansieringsmuligheder. SAFE-notes kan imødekomme denne efterspørgsel.”*

ed fremkomsten af SAFE-notes i Danmark opstår imidlertid spørgsmålet om, hvorvidt dette finansieringsinstrument passer ind i det danske system. De selskabsretlige regler stiller generelt

---

<sup>1</sup> Forslag til Finansloven 2023, vedtaget d. 24. april 2023, § 8, s. 27

<sup>2</sup> Finanslovene 2010-2023

<sup>3</sup> Forslag til Finansloven 2023, vedtaget d. 24. april 2023, § 8, s. 27

<sup>4</sup> Benævnt startups

strengt krav til danske selskaber, herunder selskabers opnåelse af kapital ved brug af finansielle instrumenter. De strenge regler er begrundet i flere forskellige beskyttelseshensyn, som vil blive belyst i specialet. Sigtet med specialet er på baggrund heraf at kvalificere SAFE-notes som finansieringsinstrument og skabe klarhed over, hvorvidt anvendelsen af SAFE-notes er mulig i overensstemmelse med de danske selskabsretlige regler.

## **1.2. Problemformulering**

Nærværende speciale vil tage afsæt i følgende problemformulering:

*Specialet vil foretage en juridisk analyse af den selskabsretlige anvendelse af finansieringsinstrumentet, SAFE-notes, herunder hvorvidt de selskabsretlige regler hindrer anvendelsen af SAFE-notes i Danmark. Specialet vil endvidere undersøge, hvilke fordele og ulemper, der er forbundet med anvendelsen af SAFE-notes.*

For besvarelsen af problemformuleringen vil specialet introducere SAFE-notes som finansieringsinstrument. Introduktionen af SAFE-notes foretages, idet SAFE-notes på nuværende tidspunkt ikke er et alment kendt finansieringsinstrument i Danmark. Det antages dog, at SAFE-notes kan bidrage til at lette opnåelsen af startkapital for startups. Specialet vil endvidere analysere de selskabsretlige regler om kapitalforhøjelse, navnlig reglerne i den danske selskabslovs kap. 10, samt i EU's 2. selskabsdirektiv, og i tilknytning hertil undersøge, hvorvidt SAFE-notes kan imødekomme disse regler. Herudover vil SAFE-notes blive sammenholdt med de beskyttelseshensyn, der ligger bag de selskabsretlige regler, og hvorvidt SAFE-notes iagttager disse. Desuden vil der blive foretaget en komparativ analyse af anvendelsen af SAFE-notes i svensk og norsk ret. Slutteligt vil fordelene og ulemperne ved anvendelsen af SAFE-notes blive diskuteret. Diskussionen vil tage udgangspunkt i behovet og mulighederne for mere simple og fleksible finansieringsmuligheder, sammenholdt med det generelle lovgivningsmæssige og samfundsøkonomiske fokus på konkurrencedygtighed, herunder et iværksættervenligt miljø. Slutteligt vil der foretages en De lege Ferenda-diskussion i forhold til anvendelsen af SAFE-notes i dansk ret.

## **1.3. Afgrænsning**

I nærværende speciale foretages en juridisk analyse af de relevante selskabsretlige regler for anvendelsen af SAFE-notes i Danmark. Der tages i denne forbindelse udgangspunkt i reglerne for kapitalselskaber, idet øvrige selskabsformer ikke inddrages, hvorfor når der henvises til selskaber, henses til anpartsselskaber og aktieselskaber.

2. selskabsdirektiv inddrages for at belyse, i hvilket omfang SAFE-notes er anvendelige i EU-regi, idet alene de relevante bestemmelser i 2. selskabsdirektiv analyseres.

I afsnit 5 præsenteres de skatteretlige overvejelser vedrørende SAFE-notes, idet der herved ikke tages stilling til, hvorledes SAFE-notes bør karakteriseres skatteretligt. Nærværende speciale berører alene de skattemæssige overvejelser ved SAFE-investorens gevinst, idet den skattemæssige karakterisering af investeringen i selskabet ikke behandles. Den nærmere afgrænsning heraf fremgår indledningsvist af afsnit 5. Det skal derudover nævnes, at den regnskabsmæssige behandling af investeringen i selskabet ligeledes ikke vil blive behandlet.

Til belysning af muligheden for anvendelsen af SAFE-notes inddrages komparative retskilder. Analysen af anvendeligheden af SAFE-notes i det danske selskabsretlige system vil blive sammenlignet med en analyse af anvendeligheden af SAFE-notes i henholdsvis det svenske og

norske selskabsretlige system. Det bemærkes dog, at der alene foretages en komparativ analyse, og ikke en tilbundsående analyse af de selskabsretlige systemer i Sverige og Norge, idet alene særligt relevante retsregler inddrages.

#### **1.4. Metode**

Til besvarelsen af specialets problemformulering anvendes den retsvidenskabelige metode, hvorved gældende ret er beskrevet, fortolket og systematiseret.<sup>5</sup>

I specialet er der foretaget en fortolkning af forskellige retsregler, herunder danske retsregler og retsregler i 2. selskabsdirektiv. Der er herunder foretaget en lovfortolkning, hvorved der både er benyttet en ordlydsfortolkning og en formålsfortolkning. I forbindelse med formålsfortolkningen er der foretaget en abstrakt formålsfortolkning af de selskabsretlige regler, samt en konkret fortolkning af, hvorvidt SAFE-notes kan anvendes i overensstemmelse med formålet bag de selskabsretlige regler. Formålsfortolkningen i specialet indeholder både et objektivi og subjektivt element, idet fortolkningen, for så vidt angår selskabsloven, generelt tager sigte på formålet bag loven, samt forarbejderne hertil.

Fagene retshistorie, retssociologi og retspolitik, som henføres til den retsvidenskabelige metode,<sup>6</sup> anvendes tillige. Retshistorien er anvendt til at beskrive tidligere gældende ret, herunder selskabslovens historiske udvikling. Retssociologien er benyttet, idet det i specialet er undersøgt og beskrevet, hvilke virkninger selskabslovens regler for kapitalforhøjelser har for erhvervslivet. Derudover er der ligeledes inddraget elementer fra retspolitikken, herunder ved analyse af kommissoriet, som blev udstedt i forbindelse med moderniseringen af den danske selskabsret. Retspolitikken er tillige anvendt, idet SAFE-notes i specialet vurderes i en retspolitik kontekst, samt ved specialets afsluttende De lege Ferenda-betragtninger.

Specialet indeholder ligeledes en analyse af den afsagte kendelse, SKM 2022.259 LSR, og af det bindende svar, SKM 2020.423 SR, som benyttes til at beskrive gældende ret for SAFE-notes, herunder til at belyse den skatteretlige problematik.

I specialet er der tillige foretaget en komparativ analyse af retstilstanden for SAFE-notes for dele af den nordiske retsfamilie. Den komparative metode er benyttet til at påvise forskelle og ligheder vedrørende udfordringen med anvendelsen af SAFE-notes i overensstemmelse med de selskabsretlige regler i Sverige, Norge og Danmark.

For at belyse relevansen og aktualiteten af nærværende speciale, er der ved henvendelse pr. mail til danske advokatselskaber, investeringsselskaber, investeringsnetværk og rådgivnings-selskaber, samt ved enkelte interviews med medarbejdere hos advokatselskaber og investeringsselskaber, indsamlet empiri til en kvantitativ analyse af efterspørgslen på henholdsvis mere simple finansieringsmuligheder og på SAFE-notes.

## **2. Introduktion**

### **2.1. Udviklingen af SAFE-notes**

SAFE-notes er et amerikansk udviklet finansieringsinstrument. SAFE-notes blev udviklet og introduceret i 2013 af den amerikanske startup-accelerator Y Combinator, som blev stiftet i

---

<sup>5</sup> Evald, 2020, s. 209

<sup>6</sup> Evald, 2020, s. 203

2005 af Paul Graham, Jessica Livingston, Robert Morris og Trevor Blackwell.<sup>7</sup> Y Combinator har siden sin opstart i 2005 været med til at finansiere over 3.000 startups, herunder flere store selskaber såsom AirBnB, Dropbox, Twitch og Reddit, og er i dag en verdensberømt og anerkendt startup-accelerator.<sup>8</sup>

Y Combinator udbyder et accelerator-program, som indebærer, at Y Combinator investerer USD 500.000 i hvert af de selskaber, som Y Combinator optager i deres accelerator-program. Investeringen modsvares af 7 pct. af det pågældende selskabs kapitalandele, samt en Most Favored Nation SAFE-note.<sup>9 10</sup> Udover at foretage investeringer i startups, hjælper Y Combinator også selskaberne med det strategiske og organisatoriske i selskabernes opstartsfasen. Y Combinator yder blandt andet rådgivning i forbindelse med udvikling og lancering af produkter, samt opbygning af netværk.<sup>11</sup>

Formålet med SAFE-notes er at gøre det mere simpelt for startups at skaffe kapital i den tidlige fase i selskabets livscyklus. SAFE-notes blev således oprindeligt udviklet med henblik på at kunne benyttes som startfinansiering, så startups kunne rejse startkapital ved udstedelse af SAFE-notes, forud for senere venturekapitalinvesteringer. At SAFE-notes som finansieringsinstrument primært har til formål at skaffe kapital i startups understøttes tillige af, at Y Combinator selv oplyser, at størstedelen af deltagerne i deres acceleratorprogram er selskaber, som endnu ikke har opnået omsætning.<sup>12</sup>

Y Combinator oplyser på deres hjemmeside, at fordelene ved SAFE-notes mere specifikt er, at man har et simpelt dokument med standardvilkår. Dette medfører, at der hverken skal bruges penge eller tid på at forhandle vilkårene for investeringen.<sup>13</sup> Eftersom det ikke er nødvendigt med længerevarende forhandlinger mellem SAFE-investoren og det SAFE-udstedende selskab, gør det derfor SAFE-notes attraktive for startups, da det er en nem og hurtig måde at opnå finansiering. Når vilkårene i en investeringsaftale ikke er genstand for forhandling, må det lægges til grund, at disse vilkår er rimelige for begge parter. Imidlertid må man stille sig kritisk over for, hvor rimelige disse vilkår er, da standardvilkårene i SAFE-notes alene er udarbejdet af Y Combinator, som selv er investor, uden umiddelbare input fra startups.

## 2.2. SAFE-notes som finansieringsinstrument

SAFE-notes er karakteriseret ved, at en investor indskyder et beløb i et selskab, mod på et fremtidigt tidspunkt at modtage kapitalandele i selskabet. Dette fremtidige tidspunkt fremkommer ved en nærmere aftalt udløsende begivenhed, som i mange tilfælde vil være den næstkommende kapitalforhøjelse i selskabet. Andre udløsende begivenheder kan blandt andet være børsnotering eller salg.<sup>14</sup> SAFE-notes findes i flere forskellige versioner. Disse kan opdeles i i) SAFE-notes i sin rene form, ii) SAFE-notes med Valuation Cap<sup>15</sup>, iii) SAFE-notes med Discount<sup>16</sup>, iv) SAFE-notes med både Valuation Cap og Discount og v) SAFE-notes med en Most

---

<sup>7</sup> Graham, 2012

<sup>8</sup> YC, *Top Private YC Companies*

<sup>9</sup> Se afsnit 2.2., ad v)

<sup>10</sup> YC, *About*

<sup>11</sup> YC, *FAQ*

<sup>12</sup> Ibid.

<sup>13</sup> YC, *Safe User Guide*

<sup>14</sup> SeedBlink, 2021

<sup>15</sup> Se bilag 1

<sup>16</sup> Se bilag 2



Favored Nation (MFN) klausul.<sup>17</sup> SAFE-notes i sin rene form er således udgangspunktet, som versionerne ii-iv ses som en videreudvikling af.

#### i) SAFE-notes i sin rene form

For SAFE-notes gælder det, at SAFE-investoren på tidspunktet for aftalens indgåelse indbetaler den aftalte kapital, uden anden modydelse end modtagelse af SAFE-noten. SAFE-investoren erhverver derved ikke kapitalandele i selskabet på tidspunktet for aftaleindgåelsen. I SAFE-noten vil der være aftalt en udløsende begivenhed, og først når denne begivenhed indtræder, vil SAFE-noten blive konverteret til kapitalandele i selskabet. Det er af den grund først på konverteringstidspunktet, at SAFE-investoren opnår status som kapitalejer i selskabet.

For SAFE-notes i sin rene form sker konverteringen ud fra selskabets markedsværdi på tidspunktet for den udløsende begivenheds indtræden. Dette indebærer, at konverteringskursen ikke er fastsat på forhånd, hvorved finansieringsinstrumentet adskiller sig fra typisk anvendte finansieringsinstrumenter. Den udløsende begivenhed sætter derfor rammerne for konverteringen, idet selskabets værdiansættelse på dette tidspunkt danner grundlag for beregningen af konverteringskursen, og deraf hvor mange kapitalandele SAFE-investoren erhverver i selskabet.

Beregningen af konverteringskursen kan illustreres med følgende eksempel:

*SAFE-investering: DKK 250.000*

*Udestående kapitalandele før SAFE-konverteringen: nominelt 40.000*

Figur 1<sup>18</sup>

| Værdiansættelse på tidspunktet for den udløsende begivenhed | SAFE-investorens kapitalandele ved konverteringen i procent | SAFE-kapitalandele | Samlede kapitalandele efter den udløsende begivenhed | Konverteringskursen | Prisen for 1 kapitalandel |
|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|--------------------|------------------------------------------------------|---------------------|---------------------------|
| 1.000.000                                                   | 25 %                                                        | 13.333             | 53.333                                               | 1875                | 18,75                     |
| 2.000.000                                                   | 12,5 %                                                      | 5.714              | 45.714                                               | 4375                | 43,75                     |
| 3.000.000                                                   | 8,33 %                                                      | 3.636              | 43.636                                               | 6875                | 68,75                     |

Ovenstående viser, at såfremt der foretages en SAFE-investering på DKK 250.000 i et selskab, hvor der er udstedt 40.000 kapitalandele, vil SAFE-investoren ved en værdiansættelse af selskabet på DKK 1.000.000, på tidspunktet for den udløsende begivenhed, erhverve nominelt 13.333 kapitalandele i selskabet, og dermed få en ejerandel på 25 pct.

Hvis værdiansættelsen på tidspunktet for den udløsende begivenhed i stedet fastsættes til DKK 2.000.000, vil SAFE-investoren alene erhverve nominelt 5.714 kapitalandele, og dermed få en ejerandel på 12,5 pct. Tabellen viser dermed også, at jo højere værdiansættelse selskabet har på tidspunktet for den udløsende begivenhed, jo lavere vil den for SAFE-investoren opnåede ejerandel udgøre.

SAFE-notes er dermed en risikobetonet investering for både selskabet og SAFE-investoren, idet der er usikkerhed omkring, hvordan ejerforholdene på konverteringstidspunktet ændrer

<sup>17</sup> Se bilag 3

<sup>18</sup> Se bilag 4

sig. Dette begrundes navnlig i, at SAFE-notes oftest anvendes i selskabets opstartsfase,<sup>19</sup> hvor man alene har et meget sparsomt grundlag, hvis overhovedet nogen form for grundlag, for at kende selskabets fremtidige værdi, som danner grundlaget for konverteringen. Derudover er der for investorerne ligeledes en risiko for at stå tilbage uden mulighed for at opnå ejerskab til kapitalandele i selskabet. Dette er tilfældet, såfremt selskabet fejler og den udløsende begivenhed deraf aldrig indtræder.

For at gøre den risikobetonede SAFE-investering mere attraktiv for investorerne ses det, at der i SAFE-notes fastsættes vilkår om Valuation Cap og Discount. Dette skal tilgodese investoren, således at investorens risikovillighed ved at investere i selskabet så tidligt i selskabets livscyklus, belønnes.

#### ii) SAFE-notes med Valuation cap

SAFE-notes med Valuation Cap<sup>20</sup> tager udgangspunkt i SAFE-notes i sin rene form, men med tilføjelse af et vilkår om Valuation Cap. Valuation Cap indebærer, at der fastsættes et loft for, hvor høj værdiansættelsen af selskabet må være på tidspunktet på den udløsende begivenhed, i henhold til SAFE-investorens konverteringsret.

Et Valuation Cap medfører, at i de tilfælde, hvor den reelle værdiansættelse på konverteringstidspunktet overstiger det aftalte Valuation Cap, vil det aftalte Valuation Cap i stedet lægges til grund for beregningen af kursen på konverteringstidspunktet. Dette medfører, at SAFE-investoren, alt efter forholdet mellem den reelle værdiansættelse og det aftalte Valuation Cap, kan erhverve flere kapitalandele end de øvrige investorer i investeringsrunden. Dette skyldes, at de øvrige investorers kurs for erhvervelsen af kapitalandele, som udgangspunkt, beregnes ud fra den reelle værdiansættelse på tidspunktet for den udløsende begivenhed, uden samme loft som SAFE-investoren.

Et aftalt Valuation Cap indebærer, at SAFE-investoren kan sikre, at den pågældende har ret til at erhverve en bestemt andel kapitalandele ved kapitalforhøjelsen. Det har den fordel, at SAFE-investoren kan undgå at blive udvandet af nye investorer i en sådan grad, at SAFE-investoren med baggrund i SAFE-noten, alene erhverver en ubetydelig del af den nominelle selskabskapital ved konverteringen.

Dette kan illustreres med følgende eksempel:

*SAFE-investering: DKK 250.000*

*Valuation Cap: DKK 2.500.000*

*Udestående kapitalandele før SAFE-konverteringen: nominelt 40.000*

---

<sup>19</sup> Se afsnit 3.2.3

<sup>20</sup> Se bilag 1

Figur 2<sup>21</sup>

| Værdiansættelse på tidspunktet for den udløsende begivenhed | SAFE-investorens kapitalandele ved konverteringen i procent | SAFE-Kapitalandele | Samlede kapitalandele efter den udløsende begivenhed | Konverteringskursen | Prisen for 1 kapitalandel |
|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|--------------------|------------------------------------------------------|---------------------|---------------------------|
| 1.000.000                                                   | 25 %                                                        | 13.333             | 53.333                                               | 1875                | 18,75                     |
| 1.500.000                                                   | 16,67 %                                                     | 8.002              | 48.002                                               | 3124                | 31,24                     |
| 2.000.000                                                   | 12,5 %                                                      | 5.714              | 45.714                                               | 4375                | 43,75                     |
| 2.500.000                                                   | 10 %                                                        | 4.444              | 44.444                                               | 5625                | 56,25                     |
| 3.000.000                                                   | 8,33 %                                                      | 3.636              | 43.636                                               | 6875                | 68,75                     |
| Pga. Valuation Cap:                                         | 10 %                                                        | 4.444              | 44.444                                               | 5625                | 56,25                     |

I eksemplet indebærer det aftalte Valuation Cap, at SAFE-investoren ved den udløsende begivenhed er sikret at erhverve minimum 10 pct. af den nominelle selskabskapital. Herved vil SAFE-investoren sikre sig en vis kontrol med selskabet, og i sådan grad, at den pågældende vil kunne påberåbe sig minoritetsbeskyttelsesreglerne i selskabsloven.

### iii) SAFE med Discount

SAFE-notes med Discount<sup>22</sup> tager udgangspunkt i SAFE-notes i sin rene form, men med tilføjelse af et vilkår om Discount. En Discount i SAFE-noten indebærer, at SAFE-investoren, på baggrund af den pågældendes SAFE-investering, tildeles en rabat på tidspunktet for den udløsende begivenhed, hvor konverteringen foretages. Dermed vil SAFE-investoren opnå en favørkurs, hvorved SAFE-investoren kan konvertere til en billigere pris, end øvrige investorer i investeringsrunden kan erhverve kapitalandele til.

Dette kan illustreres med følgende eksempel:

*SAFE-investering: DKK 250.000*

*Discount: 20 %*

*Udestående kapitalandele før SAFE-konvertering: 40.000*

Figur 3, <sup>23</sup> med Discount

| Pris pr. kapitalandel på tidspunktet for den udløsende begivenhed | SAFE-investorens pris pr. kapitalandel med discount | SAFE-investorens konverteringskurs | SAFE-kapitalandele | Samlede kapitalandele efter den udløsende begivenhed | SAFE-investorens procentvise ejerskab |
|-------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|------------------------------------|--------------------|------------------------------------------------------|---------------------------------------|
| 25                                                                | 20                                                  | 2.000                              | 12.500             | 52.500                                               | 23,81 %                               |
| 50                                                                | 40                                                  | 4.000                              | 6.250              | 46.250                                               | 13,51 %                               |
| 75                                                                | 60                                                  | 6.000                              | 4.167              | 44.167                                               | 9,43 %                                |

<sup>21</sup> Se bilag 4

<sup>22</sup> Se bilag 2

<sup>23</sup> Se bilag 4

Figur 4,<sup>24</sup> uden Discount

| Pris pr. kapitalandel på tidspunktet for den udløsende begivenhed | SAFE-investorens pris pr. kapitalandel uden discount | SAFE-investorens konverteringskurs | SAFE-kapitalandele | Samlede kapitalandele efter den udløsende begivenhed | SAFE-investorens procentvise ejerskab |
|-------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|------------------------------------|--------------------|------------------------------------------------------|---------------------------------------|
| 25                                                                | 25                                                   | 2.500                              | 10.000             | 50.000                                               | 20 %                                  |
| 50                                                                | 50                                                   | 5.000                              | 5.000              | 45.000                                               | 11,11 %                               |
| 75                                                                | 75                                                   | 7.500                              | 3.333              | 43.333                                               | 7,69 %                                |

Af ovennævnte eksempler ses det, hvilken betydning den fastsatte Discount har for SAFE-investorens pris pr. kapitalandel, og derved hvor stor en ejerandel SAFE-investoren opnår, som følge af konverteringen.

#### iv) SAFE-notes med både Valuation Cap og Discount

Det er ligeledes set, at der i SAFE-notes fastsættes vilkår om både Valuation Cap og Discount. Herved kan SAFE-investoren opnå en fordelagtig investering, og dermed sikre sig en særlig favorabel position i forhold til konverteringen, på tidspunktet for den udløsende begivenhed. Dette skyldes, at SAFE-investoren på konverteringstidspunktet kan vælge at konvertere i overensstemmelse med den af de to mekanismer, hvorved SAFE-investoren opnår den mest fordelagtige konvertering.<sup>25</sup>

#### v) SAFE-notes med Most Favored Nation (MFN) - No Valuation Cap, No Discount

En anden mulighed for at tage højde for risikoen for investorerne, er SAFE-notes, hvori der er indeholdt en Most Favored Nation (MFN) - No Valuation Cap, No Discount klausul.<sup>26</sup> Dette indebærer, at en SAFE-investor er sikret mod, at andre investorer får udstedt en SAFE-note på mere fordelagtige vilkår. I et sådant tilfælde kan den oprindelige SAFE-investor få ændret vilkårene i den pågældendes SAFE-note, således at vilkårene matcher disse mere fordelagtige vilkår i den nye SAFE-investors aftale.<sup>27</sup> I den forbindelse skal den oprindelige SAFE-investor være opmærksom på, at denne mulighed for ændring af vilkår alene kan anvendes én gang, medmindre den nye SAFE-note indeholder en tilsvarende klausul. Endvidere kræver ændringen som udgangspunkt, at SAFE-noten revideres i dens fulde form, så den er identisk med den SAFE-note, som der sammenlignes med. Den oprindelige SAFE-investor kan ikke kræve, at der sammensættes en SAFE-note med nogle vilkår fra den oprindelige SAFE-note, og nogle vilkår fra den SAFE-note, der sammenlignes med.<sup>28</sup> Der er her tale om et alt eller intet princip. Enten sker der fuld ændring af den oprindelige SAFE-note, så den matcher den af selskabet udstedte SAFE-note, som der sammenlignes med, eller også må den oprindelige SAFE-note henstå uændret.

<sup>24</sup> Ibid.

<sup>25</sup> McDonald m.fl., 2020

<sup>26</sup> Se bilag 3

<sup>27</sup> YC, *Safe User Guide*, 2023

<sup>28</sup> McDonald m.fl., 2020

### 2.3. Det praktiske behov

For at klarlægge, hvorvidt der i dansk ret er et praktisk behov for mere simple finansieringsinstrumenter, herunder SAFE-notes, er der ved udarbejdelsen af nærværende speciale taget kontakt til en række danske advokatselskaber,<sup>29</sup> investeringsselskaber,<sup>30</sup> investeringsnetværk<sup>31</sup> og rådgivningsselskaber.<sup>32</sup> Af de 28 adspurgte aktører har 22 af disse bidraget med konkrete svar. På spørgsmålet om, hvorvidt disse aktører oplever en efterspørgsel på mere simple finansieringsinstrumenter svarer 64 pct. bekræftende. Alene 4,5 pct. mener ikke, at de oplever en sådan efterspørgsel, hvor de resterende 31,5 pct. forholder sig passive hertil. Ved besvarelsen af spørgsmålet, er en af begrundelserne fra de bekræftende aktører, at det især for startups er relevant med mere simple finansieringsinstrumenter, således at de kan opnå startfinansiering på en måde, hvor det ikke bliver for omkostningstungt. Dette ses i sammenhæng med, at behovet for kapital er stort i startups, og midlerne til opnåelse heraf typisk er begrænset.

Ovenstående indikerer således, at der er et praktisk behov for mere simple finansieringsinstrumenter, idet disse kan bidrage til at gøre startup-finansiering lettere at opnå.

Efterspørgslen på mere simple finansieringsinstrumenter er ikke i alle tilfælde konkret på SAFE-notes. Af de svarende aktører angiver 59 pct., at de har oplevet en specifik efterspørgsel på SAFE-notes. Denne efterspørgsel stammer primært fra internationale investorer og selskaber, idet efterspørgslen dog også ses i mindre omfang fra danske investorer og selskaber. Der er i denne forbindelse tvivl om, hvorvidt den lavere efterspørgsel fra danske investorer og selskaber skyldes ukendskab til SAFE-notes eller om det skyldes den uafklarede skattemæssige retstilstand for SAFE-notes i Danmark.<sup>33</sup>

### 2.4. HATCH

På baggrund af efterspørgslen på mere simple finansieringsmuligheder i Danmark er der udviklet finansieringsinstrumenter, som har betydelige ligheder med SAFE-notes. Et eksempel herpå er finansieringsinstrumentet "HATCH",<sup>34</sup> som er udviklet af Martin Von Haller ved advokatfirmaet Bird & Bird. HATCH er et akronym for "*Hatch agreement by two birds for capital hybrid*".

Intentionen med HATCH har i første omgang været at lave et finansieringsinstrument, der er simpelt og let forståeligt.<sup>35</sup> Derfor er der ved HATCH tale om en standardkontrakt, hvori de fleste forhold og vilkår er fastlagt på forhånd. Finansieringsinstrumentet vil således gøre det muligt for startups at opnå hurtig finansiering, uden de lange forhandlinger om vilkårene for finansieringen.<sup>36</sup>

Formålet med HATCH og SAFE-notes er således det samme, hvorfor man også ser, at de to finansieringsinstrumenter har betydelige indholdsmæssige ligheder. Imidlertid er der dog også visse punkter, hvor HATCH og SAFE-notes adskiller sig fra hinanden.

---

<sup>29</sup> Accura, Bech-Bruun, Bird & Bird, Bruun og Hjejle, Dahl, DLA Piper, Gorrisen Federspiel, Holst, Horten, Hulgaard Advokater, Kammeradvokaten, Kirk Larsen & Ascanius, Kromann Reumert, Lund Elmer Sandager, LUNDGRENS, Moalem Weitemeyer, Njord Law Firm, Plesner

<sup>30</sup> Heartland, PreeSeed Ventures, The Footprint Firm

<sup>31</sup> Danish Business Angels, KeyStones

<sup>32</sup> Clearwater International, Corit Advisory, Deloitte, KPMG, PWC

<sup>33</sup> Det skatteretlige aspekt belyses nærmere i afsnit 5

<sup>34</sup> Se bilag 5

<sup>35</sup> Interview med Martin Von Haller

<sup>36</sup> Interview med Martin Von Haller

Der er for begge finansieringsinstrumenter tale om en risikovillig investering, idet hverken en HATCH-investor eller en SAFE-investor på forhånd er vidende om, i hvilket omfang investeringen kan konverteres til kapitalandele. Dette skyldes, at konverteringskursen ikke fastsættes præcist i investeringsaftalen. Konverteringskursen beregnes ud fra selskabets værdiansættelse på tidspunktet for en nærmere aftalt udløsende begivenhed, som i HATCH-aftalen er fastsat til næstkommende kapitalforhøjelse i selskabet. Efter HATCH-aftalen beregnes konverteringskursen på samme måde som ved SAFE-notes, hvori der både er indeholdt et Valuation Cap og en Discount.<sup>37</sup>

I HATCH-aftalen mindskes risikoen for investoren ved klausuler om Maturity Date og Change of Control, idet HATCH-investoren, modsat en klassisk SAFE-investor, er sikret retten til at konvertere sin investering til kapitalandele i selskabet, uanset om den udløsende begivenhed indtræder eller ej.

HATCH-aftalen er således udtryk for, at der i Danmark er en efterspørgsel på mere simple finansieringsmuligheder. Derfor undersøges den af Y Combinator udviklede SAFE-note, som lignende finansieringsinstrumenter, herunder HATCH, udspringer af.

### **3. Finansieringsinstrumenter i dansk ret**

#### **3.1. Generelt om finansiering**

##### **3.1.1. Egenfinansiering og fremmedfinansiering**

Et selskab gennemgår forskellige stadier i dets levetid. Afhængig af, hvor et selskab befinder sig i dets livscyklus, vil der være forskellige behov for finansiering. I de helt tidlige stadier vil et finansieringsbehov ofte skyldes, at selskabet har brug for kapital til at udvikle og producere sit produkt. I de senere faser vil finansieringsbehovet derimod typisk skyldes et ønske om ekspansion, enten i form af nye produkter eller indtog på nye markeder.<sup>38</sup> Som følge af, at behovet for finansiering ændrer sig gennem et selskabs livscyklus, kan valget af finansieringsform ligeledes ændre sig.

Der findes forskellige former for finansieringsinstrumenter, som kan opdeles i to overordnede kategorier, i) finansiering ved egenkapital, hvilket typisk sker ved udstedelse af kapitalandele ved en kapitalforhøjelse,<sup>39</sup> og ii) finansiering ved fremmedkapital, hvilket typisk sker ved optagelse af lån.<sup>40 41</sup>

Egenfinansiering betegnes som finansiering, der indskydes af kapitalejere eller en eller flere investorer, som ved finansieringen får en (større) ejerandel i selskabet.<sup>42</sup> Fremmedfinansiering betegnes, ifølge Henrik Kure, som et residualbegreb for al finansiering, der ikke er egenfinansiering.<sup>43</sup>

I juridisk litteratur og i regnskabsmæssig henseende er sondringen mellem egenfinansiering og fremmedfinansiering således klar. Udgangspunktet for aftaler er imidlertid, at der foreligger

---

<sup>37</sup> Se afsnit 2.2 ad ii) – iv)

<sup>38</sup> Venture Capital, s. 8-10

<sup>39</sup> Herefter omtalt egenfinansiering

<sup>40</sup> Herefter omtalt fremmedfinansiering

<sup>41</sup> Kure, 2021, s. 73

<sup>42</sup> Vækstfonden

<sup>43</sup> Kure, 2021, s. 229

aftalefrihed. Dette gælder naturligvis tillige for aftaler vedrørende finansiering af selskaber. Det står således en investor og et selskab frit for at fastsætte vilkårene for en pågælden finansiering, forudsat at de præceptive regler i lovgivningen overholdes.

Lovreguleringen af fremmedfinansiering ses kun i et begrænset omfang, og som følge heraf er det en meget fleksibel finansieringsform i forhold til udarbejdelsen af aftalen herom.<sup>44</sup> Modsat fremmedfinansiering, er egenfinansiering en mindre fleksibel finansieringsform, idet der i selskabslovens kap. 10 og 11 er fastsat en række regler, som indgående regulerer egenfinansieringen, og derved begrænser råderummet for aftalefriheden, i det den dog består i et vist omfang.<sup>45</sup>

Aftalefriheden medfører, at sondringen mellem egenfinansiering og fremmedfinansiering i praksis kan blive mindre klar, idet der vil opstå mellemformer, som ikke kan henføres fuldt ud til enten egenfinansiering eller fremmedfinansiering.<sup>46</sup> Disse mellemformer omtales nærmere i afsnit 3.1.2.

Det er op til ledelsen i et selskab at vurdere, hvordan et konstateret finansieringsbehov skal dækkes, herunder om det skal ske i form af egenfinansiering eller fremmedfinansiering. Ledelsen har som udgangspunkt frit valg mellem finansieringsformerne. Imidlertid er ledelsen selskabsretligt underlagt regler og forpligtelser, som kan have indvirkning på deres valg af finansieringsform. Ledelsen er blandt andet forpligtet til at sikre, at kravet om et forsvarligt kapitalberedskab efter selskabslovens<sup>47</sup> § 115 overholdes. Derudover skal ledelsen tillige sikre, at den finansiering som opnås, herunder finansieringsformen, er i selskabets interesse.

Valget mellem egenfinansiering og fremmedfinansiering medfører ofte store overvejelser for ledelsen, hvilket navnlig skyldes, at de to finansieringsformer har forskellige retsvirkninger for selskabet. Hertil hører, at det oftest hverken er muligt eller fordelagtigt at selskabet finansieres udelukkende med henholdsvis egenfinansiering eller fremmedfinansiering. Ledelsen har derfor til opgave at finde den rette balance mellem anvendelsen af disse.

Når ledelsen skal træffe valget mellem egenfinansiering og fremmedfinansiering, skal de vælge den finansieringsform, der medfører den mest optimale kapitalstruktur i selskabet. Overordnet kan kapitalstrukturen beskrives som forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital, også udtrykt som gearingen. Des mere fremmedkapital selskabet er finansieret med, des højere er gearingen. En høj gearing gør det muligt for kapitalejerne, med en forholdsvis lille egenfinansiering, at opnå et højt afkast.<sup>48</sup> En høj gearing betyder dog også, at det kan være sværere at skaffe yderligere fremmedfinansiering, da investorerne i sådanne tilfælde løber en højere risiko ved investeringen. Såfremt selskabet har en lav gearing, vil det have en positiv signalværdi, idet eksisterende kapitalejere ved at forøge deres ejerandel ved egenfinansiering giver udtryk for, at de tror på selskabet og dets udvikling. Tilsvarende gør sig gældende, såfremt en udefrakommende investor foretager et kapitalindskud i selskabet, mod samtidig at få en ejerandel, idet investoren herved bindes til selskabet. En lav gearing kan således medføre, at man, som følge af den positive signalværdi, har bedre mulighed for at opnå fremmedfinansiering på attraktive vilkår.<sup>49</sup>

---

<sup>44</sup> Ibid. s. 96

<sup>45</sup> Ibid. s. 95

<sup>46</sup> Kure, 2021, s. 103

<sup>47</sup> Herefter benævnt SL ved henvisning til bestemmelser i selskabsloven

<sup>48</sup> Kure, 2021, s. 78

<sup>49</sup> Kure, 2021, s. 78-79

Egenfinansieringen har endvidere den fordel for selskabet, at kapitalen som udgangspunkt er ubegrænset, idet denne ikke skal tilbagebetales, medmindre der på generalforsamlingen træffes beslutning om enten kapitalafgang eller en solvent likvidation efter selskabslovens regler.

Fordelene for de fysiske eller juridiske personer, der yder egenfinansiering er, at de på baggrund af deres kapitalindskud opnår status som kapitalejer, og deraf har indflydelse på selskabets fremtidige drift via generalforsamlingen, jf. SL § 76. Som yder af egenfinansiering opnår den pågældende således en vis kontrol med selskabet. Imidlertid medfører statussen som kapitalejer, at yderen ved selskabets eventuelle konkurs er efterstillet alle øvrige kreditorer, hvorfor yderen ikke er sikret tilbagebetaling af den indskudte kapital.<sup>50</sup> Egenfinansiering er derfor for yderen en mere risikofyldt investering end fremmedfinansiering.

Den form for gevinst som kapitalejerne opnår ved investeringen i form af egenfinansiering, er begrænset til det afkast, som de måtte opnå via udbytteudbetalinger i selskabet. Som kapitalejer har man imidlertid ikke en egentlig ret til udbytteudbetalinger, idet udbytteudbetalinger i alle tilfælde skal overholde selskabslovens regler. Det er generalforsamlingen, som har kompetence til at træffe beslutning om udbytteudbetaling fra selskabet, hvorfor kapitalejerne herigennem kan have indflydelse herpå. Det gælder dog, at forslaget om udbytteudbetaling skal være enten stillet eller tiltrådt af selskabets centrale ledelsesorgan. Dette skyldes, at det er det centrale ledelsesorgans ansvar at sikre, at udbytteudbetalingen er i selskabets interesse, er økonomisk forsvarlig og kan indeholdes i de frie reserver, jf. SL § 179, stk. 2.

Den anden overordnede kategori er som nævnt fremmedfinansiering. Modsat egenfinansiering, er fremmedfinansiering en mere låst finansiering, idet den investerede kapital oftest skal tilbagebetales efter en fastlagt afdragsplan. Dette betyder også, at tilbagebetalingen som det klare udgangspunkt skal følge den fastlagte plan, uanset udviklingen i selskabet og uden hensyntagen til særligt indtrufne begivenheder.<sup>51</sup> Yderne af fremmedfinansiering opnår ikke ved aftalen herom kontrol med selskabet, idet den pågældende alene har status som kreditor i selskabet.

Det faktum, at yderne af fremmedfinansiering, modsat ved egenfinansiering, ikke får status som kapitalejer, er en af fordelene for selskabet. Dette skyldes, at der ved anvendelse af fremmedfinansiering ikke ændres i ejerforholdene, og at selskabet kan fortsætte sin drift uden indblanding fra kreditorerne. Fremmedfinansiering har endvidere den fordel for selskabet, at kreditorerne ikke har ret til en del af det overskud, som genereres, såfremt det går godt i selskabet. Kreditorernes beskyttelse er således ikke at finde i kontrol med selskabet, men derimod i de selskabsretlige regler, idet beskyttelseshensynet til kreditorerne afspejles heri. Dette ses særligt i reglerne vedrørende minimumskapital i SL § 4, stk. 2, samt ledelsens forpligtelse til at sikre et forsvarligt kapitalberedskab i SL § 115. Derudover beskyttes kreditorerne også af, at ledelsen alene må foretage dispositioner i selskabets interesse. Fremmedfinansiering kan imidlertid være svær at opnå, såfremt selskabet ikke har en vis egenfinansiering, idet selskabets i så fald ikke ville have samme evne til at dække et eventuelt økonomisk tab, grundet en lav soliditetsgrad. Hertil hører endvidere, at en lav grad af egenfinansiering formentlig vil medføre strengere lånevilkår for den fremmedfinansiering, der kan opnås, idet kreditorerne i sådanne tilfælde påtager sig større risici.<sup>52</sup>

Henset til ovenstående, skal ledelsen dermed forsøge at finde en balance mellem egenfinansieringen og fremmedfinansieringen. Der skal således være tilstrækkelig egenfinansiering til at

---

<sup>50</sup> Ibid. s. 92

<sup>51</sup> Kure, 2021, s. 80

<sup>52</sup> Ibid. s. 78



økonomien i selskabet kan modstå uforudsete begivenheder, som fremmedfinansiering ikke tager højde for. Derudover skal fremmedfinansieringen sikre, at der i selskabet er en passende gearing, samt at de økonomiske risici ved selskabets drift ikke alene påhviler selskabets kapitalejere.

### **3.1.2. Mellemformer mellem egenfinansiering og fremmedfinansiering**

Udover ovenstående sondring mellem egenfinansiering og fremmedfinansiering findes der en række mellemformer, som omtales hybride finansieringsinstrumenter. De hybride finansieringsinstrumenter indeholder elementer af både fremmedkapital og egenkapital, og kan deraf ikke henføres alene til enten egenfinansiering eller fremmedfinansiering.

De hybride finansieringsinstrumenter er udviklet i praksis. Udviklingen skyldes navnlig, at de materielle og processuelle krav vedrørende finansiering, som fremgår af selskabsloven, i større eller mindre omfang synes at have en kompleks karakter. Udviklingen skyldes også, at det som nævnt, står parterne frit for at aftale de nærmere vilkår for, hvordan finansieringen ydes, så længe de præceptive lovregler overholdes.

Selskabsloven nævner som hybride finansieringsinstrumenter henholdsvis konvertible gældsbreve og warrants.<sup>53</sup> Hybride finansieringsinstrumenter er blandt andet vundet frem på baggrund af et ønske om at mindske omkostningerne ved opnåelse af finansiering. Imidlertid kan omkostningerne ved udstedelse af henholdsvis konvertible gældsbreve og warrants være omfangsrige. Dette skyldes, at det ved udstedelse af konvertible gældsbreve og warrants ofte er nødvendigt for selskabet at få rådgivningsbistand, for at sikre acceptable aftalevilkår. Sådanne forhandlinger kan være en omkostningstung proces for parterne, idet forhandlingsprocessen kan strække sig over en længere periode. Netop tidselementet er, udover besparelse af omkostninger, en af grundene til, at hybride finansieringsinstrumenter er vundet frem, idet der tillige har været et ønske om at mindske tidselementet mellem indledende drøftelser og endelig investeringsaftale.

Da man i praksis har udviklet hybride finansieringsinstrumenter, har det været nødvendigt fra lovgivningsmagtens side at tage højde for dette i de selskabsretlige regler. Af den grund har man forsøgt, til en vis grad, at tilpasse de selskabsretlige regler til de i praksis udformede finansieringsinstrumenter. Denne tilpasning af reglerne skyldes, at et af de grundlæggende hensyn bag selskabsretten er behovet for opnåelse af finansiering.<sup>54 55</sup>

I forhold til hybride finansieringsinstrumenter sker der i praksis en konstant udvikling på området. Man kan hertil stille spørgsmål til, hvorvidt moderniseringen af selskabsloven og efterfølgende ændringer heri har taget højde for den konstante udvikling. I den betænkning, som var udfaldet af Komitéen for Moderniseringen af Selskabsrettens arbejde, angives, at moderniseringens formål er at sikre, at erhvervslivet følger den internationale udvikling. I takt med, at der sker en løbende udvikling på dette område, kan man dog stille sig noget kritisk overfor, hvorvidt det danske selskabsretlige system egentlig synes at være omstillingsparat til at imødekomme de finansieringsmuligheder, der opstår i praksis. Denne diskussion foretages i afsnit 7.2.

---

<sup>53</sup> Omtales nærmere i afsnit 3.4.1.2

<sup>54</sup> Bet. nr. 1498/2008, s. 140 ff.

<sup>55</sup> Se afsnit 3.3.1

### 3.1.3. SAFE-notes som finansieringsform

SAFE-notes er, som nævnt i afsnit 2.2, et finansieringsinstrument, hvorved en investor indskyder penge i selskabet, mod på et fremtidigt tidspunkt at modtage kapitalandele i selskabet.

SAFE-notes kan som følge af ovenstående være svær at henføre konkret til enten fremmedfinansiering eller egenfinansiering. Dog antages det, at SAFE-notes i sin rene form, med udgangspunkt i den af Y Combinator udviklede version, formentlig ligger tættest på at kunne henføres til egenfinansiering. Denne antagelse grunder i, at egenfinansiering er karakteriseret ved, at der ikke er nogen udløbsdato, og der ikke er fastsat en sådan i SAFE-notes. Det bemærkes dog, at det indskudte beløb på baggrund af SAFE-noten ikke henføres til selskabskapitalen på udstedelsestidspunktet. Først på udnyttelsestidspunktet bliver det indskudte beløb anset som selskabskapital, som følge af, at konverteringen til kapitalandele foretages. Fremmedfinansiering er derimod karakteriseret ved, at der i aftalen herom er fastsat en udløbsdato og en afdragsprofil, hvorfra SAFE-notes afviger betydeligt, idet der ikke er tale om et gældsinstrument, og sådanne vilkår derfor ikke er aftalt. Af disse grunde betegnes SAFE-notes således som et hybridt finansieringsinstrument, på samme måde som konvertible gældsbreve og warrants.

## 3.2. Hybride finansieringsinstrumenter til brug for venturekapital

### 3.2.1. Venturekapital

Fordelen ved anvendelse af hybride finansieringsinstrumenter er typisk, at de er mere fleksible end traditionelle finansieringsinstrumenter, som eksempelvis lån. Hybride finansieringsinstrumenter anvendes særligt af startups, idet det for disse selskaber kan være vanskeligt at fremskaffe kapital ved fremmedfinansiering eller egenfinansiering. Dette skyldes, at startups sjældent har nogle aktiver af værdi, nogen indtjening eller nogen bevist fremtidig indtjeningsevne. En investering i startups er således en særdeles risikofyldt investering, som ikke alle investorer er villige til at foretage.

Når der er tale om en risikofyldt investering i et startup, defineres dette som en venturekapitalinvestering. En venturekapitalinvestering henhører under kategorien Private Equity-investeringer, der som udgangspunkt karakteriseres som investeringer, der foretages i unoterede selskaber, mod at investoren erhverver kapitalandele i selskabet.<sup>56</sup>

Venturekapitalinvesteringer anvendes således i den tidlige fase i et selskabs livcyklus og betragtes som højrisiko-investeringer. Risikovilligheden fra investorerne til at foretage en sådan investering, begrundes med forventningen om et højt afkast ved investorens senere salg af kapitalandelene. Da investeringen dermed foretages med henblik på salg, er disse investeringer ofte kortvarige, og venturekapital-investorerne vil typisk sælge kapitalandelene efter tre til syv år.<sup>57</sup>

Når et selskab vælger at anvende venturekapital som finansiering, er der en række forhold, som kapitalejerne skal være opmærksomme på, herunder særligt, at optagelsen af en venturekapitalinvestering, vil medføre en ændring i ejerforholdene, og deraf hvem der har kontrollen i selskabet. Såfremt der foretages én stor venturekapitalinvestering, kan man risikere, at denne ene investor får en stor ejerandel i selskabet og således væsentlig indflydelse i selskabet. Hvis der derimod foretages flere, men mindre venturekapitalinvesteringer, formindskes risikoen for, at én investor får stor indflydelse i selskabet, da kontrollen således spredes ud på flere investorer. Det kan dog være svært at opnå investeringer fra flere forskellige investorer, ligesom det

---

<sup>56</sup> Andersen T. K., 2013, s. 19–23

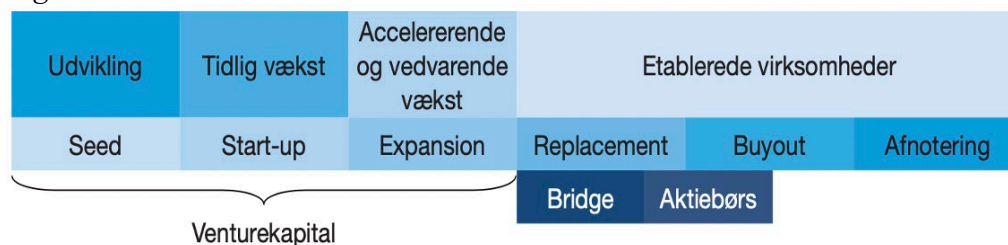
<sup>57</sup> Ibid. s. 109

også afføder andre ledelsesmæssige problemer, såfremt ejerandele i selskabet er spredt ud på flere forskellige minoritetskapitalejere.<sup>58</sup>

### 3.2.2. Venturekapital i selskabers livscyklus

Nedenstående figur illustrerer et selskabs livscyklus. Heraf fremgår, at venturekapitalinvesteringer benyttes i *seed-fasen*, *startup-fasen* og *ekspansions-fasen*. Disse beskrives nedenfor med afsæt i et produktionsselskab.

Figur 5<sup>59</sup>



#### Seed-fasen

I seed-fasen er selskabets produkt endnu ikke færdigudviklet og produktionen er derfor heller ikke påbegyndt. Finansiering i denne fase er således afgørende for, at selskabet kan færdigudvikle produktet og få igangsat produktionen. Eftersom produktet ikke er færdigudviklet, har man på dette tidspunkt ikke et grundlag for at kende selskabets fremtidige indtjeningsevne og deraf selskabets værdi. Som følge heraf, er en investering i seed-fasen forbundet med stor risiko.<sup>60</sup>

#### Startup-fasen

I denne fase er den indledende udvikling af produktet færdigt, og næste fase er således at udvikle produktet yderligere og indføre produktet på det relevante marked. Den opnåede finansiering vil ofte gå til selskabets produktionsaktivitet, herunder udvidelse af lagerbeholdningen, samt dækning af udgifterne til indførsel af produktet på markedet, herunder etablering af leveringskanaler. Da produktet på dette tidspunkt stadig ikke er indført på markedet, er det svært at vurdere, hvordan afsætningen af produktet vil være. Det er således fortsat på dette tidspunkt forbundet med stor usikkerhed at foretage en værdiansættelse af selskabet, hvorfor også investeringer i startup-fasen karakteriseres som højrisiko-investeringer.<sup>61</sup>

#### Ekspansions-fasen

Denne fase er den sidste fase, forinden selskabet anses som et etableret selskab. I denne fase har selskabet opnået en afsætning af deres produkt, men alene på et begrænset niveau. Finansiering i denne fase skal således benyttes til ekspansion af produktionen, for at øge afsætningen af produktet. Derudover kan man også i denne fase begynde at ekspandere selve udbuddet af forskellige produkter, således at man i denne fase begynder udviklingen af næste produkt.

Eftersom produktet på dette tidspunkt er indført på markedet og afsættes herpå, vil en værdiansættelse af selskabet ikke være forbundet med lige så stor usikkerhed, som i de to forrige

<sup>58</sup> Ibid. s. 110

<sup>59</sup> Vækstfonden

<sup>60</sup> Gallo & Verdoliva, 2022, s. 35

<sup>61</sup> Ibid s. 36

faser. Værdiansættelsen er dog stadig forbundet med en vis usikkerhed, og graden heraf afhænger navnlig af, hvilke ekspansionsplaner man har, herunder om man ønsker at udvikle nye produkter.<sup>62</sup>

Når selskabet er etableret, herunder har fået en stabil indtjening, kan det stadig have behov for egenfinansiering. I den etablerede fase taler man om tre forskellige finansieringstyper, henholdsvis *replacement-finansiering*, *buyout-finansiering* og *afnoterings-finansiering*, som ikke vil blive behandlet nærmere.

### **3.2.3. SAFE-notes som venturekapital**

Hvis man ser på SAFE-notes i forhold til de ovenstående beskrevne faser, vil SAFE-notes først og fremmest være relevant i seed-fasen. SAFE-investeringen foretages af investorer med høj risikovillighed, hvilket som nævnt, netop kendetegner investeringer i seed-fasen. Fordelen ved anvendelse af SAFE-notes i denne fase er endvidere, at værdiansættelsen af selskabet ikke skal foretages allerede på det tidspunkt, hvor investeringen foretages. Dette henses til, at det i seed-fasen kan være svært at vurdere værdien af selskabet, idet der er mange usikre og ubekendte faktorer for selskabets videre udvikling. Derved kan anvendelsen af SAFE-investeringer gøre det lettere at indgå investeringsaftalen, idet kapitalejerne og investoren ikke skal blive enige om værdien af selskabet på så tidligt et stadie i selskabets livscyklus. Såfremt værdiansættelsen ville skulle fastlægges i seed-fasen, er der en formodning for, at kapitalejeren vil anse selskabet for at have en stor værdi, hvorimod investoren vil anse selskabet for at have mindre værdi, idet selskabet på dette stadie endnu ikke har præsteret eller vist, hvad det kan præstere.

SAFE-notes vil også være relevante i den efterfølgende startup-fase, idet der på dette tidspunkt fortsat er en betydelig risiko vedrørende værdiansættelsen af selskabet. Dette skyldes, at selskabet på dette stadie fortsat er under udvikling hen mod at blive et etableret selskab. Risikoen anses dog for mindsket i forhold til risikoen i seed-fasen.

Når først selskabet er etableret, vil anvendelsen af SAFE-notes ikke længere være en fordelagtig finansieringsform. Dette skyldes, at kapitalejerne på dette stadie ikke har samme behov for opnåelse af hurtig finansiering. Derudover vil kapitalejerne endvidere på dette stadie stå i en bedre forhandlingsposition, da det vil være lettere at beregne selskabets indtjeningsevne, og der deraf vil foreligge et mere sikkert grundlag for at foretage en nøjagtig værdiansættelse af selskabet.

Dermed kan SAFE-notes være fordelagtige for selskaber i de indledende faser i selskabets livscyklus, hvorfor det er relevant at se på, hvorvidt disse kan anvendes af selskaber i overensstemmelse med dansk selskabsret, som et alternativ til de allerede kendte finansieringsinstrumenter.

## **3.3. Selskabsloven**

### **3.3.1. Selskabslovens udvikling**

Den nugældende lov om aktieselskaber og anpartsselskaber er *Lov nr. 1451 af 9. november 2022 om aktie- og anpartsselskaber*, benævnt selskabsloven. Lovgivningen for aktieselskaber og anpartsselskaber er således i dag samlet i én lov, men sådan har det ikke altid været.

---

<sup>62</sup> Gallo & Verdoliva, 2022, s. 38-40

I 1917 fik man den første lov om aktieselskaber, hvis formål var at regulere og anerkende de mange handels- og industriselskaber, som opstod under industrialiseringen.<sup>63</sup> Loven blev senere revideret og udvidet, hvortil man fik *Aktieselskabsloven af 15. april 1930*.

Efter en lang årrække med Aktieselskabsloven af 15. april 1930 foretog man en revision af loven og gennemførte *Aktieselskabsloven nr. 370 af 13. juni 1973*, som i høj grad var præget af, at udviklingen i det praktiske erhvervsliv havde overhalet loven fra 1930.<sup>64</sup>

I 1973 så man for første gang i Danmark lovgivning om anpartsselskaber ved gennemførelsen af *Anpartsselskabsloven nr. 371 af 13. juni 1973*. Anpartsselskabsloven var en følge af, at Danmark var blevet medlem af Det Europæiske Fællesskab (EF), nu Den Europæiske Union (EU), i 1972, hvorefter man havde forpligtet sig til at medvirke til en europæisk harmonisering af selskabsretten. Man henså derfor til øvrige EU-landes dualistiske systemer, herunder særligt opdelingen af selskabstyper i Tyskland.<sup>65</sup>

Traditionelt set var opfattelsen den, at aktieselskaber var store selskaber, mens anpartsselskaber var små selskaber. Som følge heraf fandt man et behov for en mere omfattende regulering af aktieselskaber, hvorfor de to selskabstyper ikke blev behandlet under én samlet lov.<sup>66</sup>

I aktieselskabsloven af 1973 blev der indsat et nyt kapitel med overskriften "*Konvertible og udbyttegivende gældsbreve*". Dette kapitel blev indsat som følge af en efterspørgsel fra erhvervslivet på flere finansieringsmuligheder, som før 1973 alene var tegning af nye kapitalandele og optagelse af lån, der således anses som de traditionelle finansieringsmetoder.

Af lovbemærkningerne til aktieselskabsloven af 1973 fremgår, at indsættelsen af reglerne om konvertible gældsbreve skyldes, at der i erhvervslivet havde været et stigende finansieringsbehov, som medførte en øget interesse for andre finansieringsinstrumenter end de traditionelle. Ved indsættelsen af reglerne har man således haft et ønske om en formel anerkendelse af konvertible gældsbreve. Endvidere gør man i lovbemærkningerne gældende, at konvertible gældsbreve på tidspunktet for indførelsen af reglerne ikke har været et udbredt finansieringsinstrument i Danmark, men at det derimod har været anvendt i England og USA.<sup>67</sup> Lovbemærkningerne indikerer således, at man har haft et ønske om, at de danske selskabsretlige regler skulle være lige så konkurrencedygtige som de selskabsretlige regler i andre lande. På baggrund af det praktiske behov i erhvervslivet tillod man således et nyt finansieringsinstrument for aktieselskaber.

Ved *Lov nr. 1060 af 23. december 1992*, kodificerede man atter et nyt finansieringsinstrument for aktieselskaber, da man lovfæstede muligheden for kapitalforhøjelse ved udstedelse af tegningsoptioner (warrants). Kodificeringen blev foretaget på baggrund af 77/91/EØF: *Rådets Andet direktiv af 13. december 1976*,<sup>68</sup> idet direktivets art. 25, stk. 4 samt art. 29, stk. 6 fastslår, at reglerne om kapitalforhøjelse og fortegningsret tillige finder anvendelse på værdipapirer, der kan konverteres til aktier og på værdipapirer, til hvilke, der er knyttet en tegningsret.<sup>69</sup> Ved den

---

<sup>63</sup> Hansen, 2018, s. 61–65

<sup>64</sup> Andersen P. K., 2021, s. 28

<sup>65</sup> Ibid. s. 28–30

<sup>66</sup> Ibid. s. 28–32

<sup>67</sup> Lovforslag nr. L 171, s. 4468–4471

<sup>68</sup> Herefter benævnt 2. selskabsdirektiv

<sup>69</sup> Se afsnit 4.2.2

tidligere ændring af aktieselskabsloven ved *Lov nr. 282 af 9. juni 1982*, hvorved 2. selskabsdirektiv blev gennemført, valgte man ikke at indføre regler om andre værdipapirer med tegningsret, herunder warrants. Dette skyldes, at anvendelsen af sådanne instrumenter ikke var udbredt i Danmark på dette tidspunkt. I de efterfølgende år steg udbredelsen af warrants dog betydeligt, hvorfor Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i deres praksis accepterede, at selskaberne benyttede dette finansieringsinstrument. Herefter så man det i 1992 nødvendigt at lovfæste adgangen til at udstede warrants.<sup>70</sup> Warrants er dermed ligeledes et eksempel på, at man på baggrund af et praktisk behov i erhvervslivet, tillod et nyt finansieringsinstrument.

Selvom bestemmelserne om konvertible gældsbreve og warrants alene blev indsat i aktieselskabsloven, fandtes muligheden for udstedelse heraf, i praksis også at gælde for anpartsselskaber. Først ved moderniseringen af selskabsretten i 2006, som omtalt straks nedenfor, blev muligheden for udstedelse af konvertible gældsbreve og warrants ligeledes lovreguleret for anpartsselskaber.

### **3.3.2. Modernisering af Selskabsretten**

I 2006 blev det af regeringen besluttet, at der skulle foretages en fuldstændig gennemskrivning af både den eksisterende aktieselskabslov og anpartsselskabslov. I den forbindelse nedsatte Økonomi- og Erhvervsministeren et udvalg, der skulle udarbejde en betænkning om Modernisering af Selskabsretten. Det nedsatte udvalg bestod af repræsentanter fra forskellige erhvervsorganisationer, hvilket skulle medføre, at erhvervslivet blev involveret i udformningen af den fremtidige selskabslovgivning.<sup>71</sup>

Udvalget blev givet et to siders langt kommissorium, som beskrev udvalgets opgaver og formål. Første sætning i kommissoriet lyder: *"Det er regeringens mål, at Danmark bliver et af verdens mest konkurrencedygtige samfund"*.<sup>72</sup>

Videre i kommissoriet står: *"Et andet væsentligt element i gode rammevilkår er at sikre, at erhvervslivet har et lovgrundlag, som følger den teknologiske såvel som den internationale udvikling. Den danske selskabsregulering skal følge den internationale udvikling, for eksempel bør overimplementering af EU-direktiver således være undtagelsen"*.<sup>73</sup>

Det fremgår tillige af kommissoriet, at et konkret tema i moderniseringen skulle være *"Overvejelse af den eksisterende regulering af selskabskapitalen og undersøgelse af mulighederne for brug af finansielle instrumenter"*.<sup>74</sup>

Udvalgets arbejde førte til *Lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber*. Siden indførelsen af denne lov har der ikke været nogen omfangsrige revideringer af loven i sin helhed, idet loven dog har været underlagt løbende justeringer.

Lov nr. 470 af 12. juni 2009 medførte en række store ændringer på det selskabsretlige område. For det første blev reglerne for aktieselskaber og anpartsselskaber samlet i én lov. Dette medførte, at reglerne i loven som udgangspunkt gælder for både aktieselskaber og anpartsselskaber, hvorimod enkelte regler kun gælder for enten aktieselskaber eller anpartsselskaber, hvilket

---

<sup>70</sup> Lovforslag nr. L 61, s. 20

<sup>71</sup> Bet.nr. 1498/ 2008, s. 15

<sup>72</sup> Ibid.

<sup>73</sup> Ibid. s. 15-16

<sup>74</sup> Ibid. s. 17

fremgår udtrykkeligt af de pågældende bestemmelser.<sup>75</sup> Derudover redefinerede man i loven, hvad der skal forstås ved henholdsvis et aktieselskab og et anpartsselskab. Forskellen var ikke længere defineret som størrelsen,<sup>76</sup> men derimod den, at aktieselskaber har mulighed for at udbyde kapitalandele til offentligheden, hvorimod anpartsselskaber ikke har denne mulighed.<sup>77</sup>

Af lovbemærkningerne til Lov nr. 470 af 12. juni 2009 fremgår det blandt andet, at *“Det er regeringens mål, at Danmark bliver et af verdens mest konkurrencedygtige samfund”*<sup>78</sup> og at *“Den danske selskabsregulering skal følge den internationale udvikling, og overimplementering af EU-direktiver bør være undtagelsen”*.<sup>79</sup>

Derudover fremgår følgende tillige af lovbemærkningerne: *“Moderniseringsudvalget har i sit arbejde lagt vægt på, at en ny selskabslovgivning fortsat skal varetage hensynet til såvel kreditorer som selskabsdeltagere, investorer, medarbejdere og andre interessenter”*<sup>80</sup> samt at lovforslaget indebærer en *“Styrket konkurrencekraft for dansk erhvervsliv”*.<sup>81</sup>

Det er således tydeligt, at Moderniseringen af Selskabsretten indenfor det selskabsretlige område

blandt andet havde til formål at gøre Danmark til et konkurrencedygtigt land, og samtidig at undgå en overimplementering af EU-retten.

### 3.3.3. Hensyn i selskabsretten

Det traditionelle og grundlæggende hensyn i selskabsretten er beskyttelsen af selskabets nuværende og potentielle kapitalejeres samt kreditorers interesser. Det er således kapitalejere og kreditorer, som anses som de traditionelle interessenter.

Kreditorernes interesse hænger sammen med, at der for kapitalselskaber foreligger en begrænset hæftelse, hvorfor kreditorerne alene kan søge sig fyldestgjort i selskabets formue. Lovgivningen skal derfor sikre, at en eventuel kreditgiver kan undersøge et selskabs økonomiske forhold, og dermed den kreditrisiko, som er forbundet med at interagere med selskabet, forud for at træffe beslutning om, hvorvidt der skal ydes kredit til selskabet.

For at tilgodese kreditorernes interesse har man derfor ved selskabsloven(e)s udformning gennemført regler, som skal sikre et forsvarligt kapitalberedskab i selskabet. Hertil kommer særligt kapitalbeskyttelsesreglerne, såsom indbetalingskravet ved stiftelsen, jf. SL § 33, reglerne om selvfinansiering i selskabslovens kap. 13 og reglerne om udbetaling af udbytte i selskabslovens kap. 11.

Nuværende og potentielle kapitalejeres interesser er, at de skal have mulighed for at investere og erhverve kapitalandele i et selskab på et oplyst grundlag, så de ikke bindes af en investering i et selskab på fejlagtigt eller misvisende grundlag. Der er ligeledes en interesse i, at de, såfremt de investerer, har mulighed for at udøve indflydelse i selskabet.

---

<sup>75</sup> Eksempelvis SL §§ 139 og 187

<sup>76</sup> Idet der dog stadig er forskellige kapitalkrav, jf. SL § 4, stk. 2

<sup>77</sup> Lov nr. 470, 12. juni 2009, § 1, stk. 3

<sup>78</sup> Lovforslag nr. L 170, pkt. 1

<sup>79</sup> Ibid.

<sup>80</sup> Ibid.

<sup>81</sup> Ibid.

Hensynet til, at man skal kunne investere på et korrekt og oplyst grundlag, udtrykkes som transparenhensynet. Hertil kommer særligt reglerne om registrering af selskabers ejerforhold, jf. SL § 58, selskabers ledelse, jf. SL § 10, samt selskabers vedtægter, jf. SL § 11.

Hensynet til muligheden for at udøve indflydelse i selskabet kommer blandt andet til udtryk i reglerne om, at alle kapitalandele som udgangspunkt har stemmeret, jf. SL § 46, kapitalejeres møderet på generalforsamlingen, jf. SL § 78 samt reglerne om minoritetsbeskyttelse i SL § 108.

Et gennemgående hensyn til kapitalejere i selskaber er endvidere lighedsprincippet efter SL § 45, som indebærer, at alle kapitalejere i samme situation skal behandles lige.

Selvom kapitalejerne og kreditorerne er de traditionelle interessenter, som forsøges beskyttet i selskabsretten, er der kommet flere interessenter til. De nye interessenter er særligt medarbejderne i selskaberne, men også selskabers medkontrahenter og samfundet generelt.<sup>82</sup> Hensynet til medarbejdere kommer blandt til udtryk i selskabslovens kap. 8 vedrørende medarbejderes repræsentationsret, hvorimod hensynet til samfundet særligt udtrykkes ved Anbefalingerne for god Selskabsledelse. Disse anbefalinger er ikke lovgivning, og kan derfor ikke håndhæves på samme måde som lovregler. Anbefalingerne er i stedet udarbejdet ud fra et "følg eller forklar"-princip, hvilket indebærer, at selskaberne skal følge anbefalingerne, eller forklare, hvorfor de ikke har fulgt dem. Anbefalingerne gælder alene direkte for børsnoterede selskaber, men øvrige kapital-selskaber henser hertil i betydeligt omfang.<sup>83</sup>

#### **3.3.4. Delkonklusion**

På baggrund af ovenstående ses det tydeligt, at lovgivningsmagten i Danmark, på det selskabsretlige område, har bestræbt sig på at følge udviklingen i det praktiske erhvervsliv. Dette medførte i 1917 vedtagelsen af den første danske aktieselskabslov, hvorimod den første danske anpartsselskabslov først blev vedtaget i 1973 på baggrund af den europæiske harmonisering af selskabsretten. Endvidere ses det, at lovkodificeringen af konvertible gældsbreve og warrants skete som følge af udviklingen i det praktiske erhvervsliv. Netop det at følge udviklingen i det praktiske erhvervsliv, både nationalt og internationalt, var også et centralt fokus ved Moderniseringen af Selskabsretten.

Udviklingen af den danske selskabsret viser også, at der i dag ikke længere alene tages hensyn til nuværende og potentielle kapitalejere samt kreditorer, men at man i det store hele tager hensyn til en større gruppe af interessenter.

### **3.4. Selskabslovens kapitel 10**

Da SAFE-notes er en måde, hvorpå selskabet kan skaffe kapital, mod på et senere tidspunkt at afgive kapitalandele, er det relevant at se på reglerne for kapitalforhøjelse. I dansk ret fremgår reglerne for kapitalforhøjelse i selskabslovens kap. 10, som fastsætter en række materielle og processuelle krav til vedtagelsen og gennemførelsen af en kapitalforhøjelse. Nedenfor fremhæves udvalgte bestemmelser for at klarlægge deres indhold, idet de i afsnit 3.5 analyseres i forhold til anvendelsen af SAFE-notes. Det er således ikke samtlige bestemmelser i selskabslovens kap. 10, som undersøges, men alene de bestemmelser, der findes relevante for nærværende speciale.

---

<sup>82</sup> Hansen & Krenchel, 2017, s. 32

<sup>83</sup> Anbefalingerne for god Selskabsledelse, 2020, s. 4



### 3.4.1. Relevante bestemmelser i selskabslovens kapitel 10

#### 3.4.1.1. SL § 153

Måderne, hvorpå en kapitalforhøjelse kan foretages, fremgår af SL § 153. Ifølge lovbemærkningerne til selskabsloven er opregningen i bestemmelsens stk. 1 udtømmende. Hverken den tidligere aktieselskabslov<sup>84</sup> eller anpartsselskabslov<sup>85</sup> indeholder en lignende bestemmelse. Det anføres i lovbemærkningerne til SL § 153, at bestemmelsens ordlyd er en præcisering uden yderligere at angive, hvad der skal forstås herved. Det må dog lægges til grund, at der er tale om en præcisering af, hvilke finansieringsinstrumenter, som kan anvendes efter selskabsloven.

Efter SL § 153, stk. 1, nr. 1 kan en kapitalforhøjelse i selskabet først og fremmest foretages ved tegning af nye kapitalandele. Beslutningen herom skal overholde formkravene i selskabslovens kap. 10, og derudover skal tegningen ske skriftligt, jf. SL § 163, stk. 1.

Efter SL § 153, stk. 1, nr. 2 kan en kapitalforhøjelse foretages ved overførsel af selskabets reserver til selskabskapital ved en fondsforhøjelse. De nærmere regler for beslutningen herom fremgår af SL § 165.

I det følgende vil muligheden for kapitalforhøjelse efter henholdsvis SL § 153 nr. 1 og 2 ikke blive behandlet nærmere, da det ikke findes relevant for specialet.

SL § 153 nævner i stk. 1, nr. 3 som den sidste mulighed, at en kapitalforhøjelse kan ske ved udstedelse af henholdsvis konvertible gældsbreve og warrants. Disse karakteriseres begge som hybride finansieringsinstrumenter.<sup>86</sup> Ordlyden af dette led nævner alene konvertible gældsbreve og warrants, hvorved man lovgivningsmæssigt har taget stilling til, hvilke hybride finansieringsinstrumenter, der rent selskabsretligt anses for anvendelige i forbindelse med en kapitalforhøjelse. De væsentligste regler for konvertible gældsbreve og warrants reguleres nærmere i SL §§ 167-171, hvoraf de for specialet relevante bestemmelser omtales nedenfor.

Af SL § 153, stk. 2 fremgår et forbud mod at tegne kapitalandele under forbehold eller til underkurs. Et sådant forbud fremgår ligeledes af SL § 31, der imidlertid henhører til selskabslovens kap. 3, som indeholder de regler, der skal iagttages ved stiftelsen af et selskab. Forarbejderne til SL § 31 er derfor også relevante for SL § 153, stk. 2. Når forbuddet udtrykkeligt fremgår af SL § 153, stk. 2 er formålet at præcisere, at forbuddet mod tegning af kapitalandele under forbehold eller til underkurs også finder anvendelse ved tegning af kapitalandele ved en kapitalforhøjelse, og ikke kun ved stiftelsen.

##### 3.4.1.1.1. Ad forbuddet mod tegning under forbehold

Idet forbuddet mod tegning under forbehold både fremgår af SL § 31 og SL § 153, stk. 2 henses der til lovbemærkningerne for begge bestemmelser. For så vidt angår SL § 31 gælder det, at bestemmelsen viderefører aktieselskabslovens § 7, stk. 2, 1. pkt., og anpartsselskabslovens § 10, 1. pkt., hvorfor der også henses hertil.

---

<sup>84</sup> Lov nr. 649, 15. juni 2006

<sup>85</sup> Lov nr. 650, 15. juni 2006

<sup>86</sup> Se afsnit 3.1.2

I lovbemærkningerne til selskabsloven fremgår, at der ved forbehold henses til en tegning af kapitalandele med betingelse om, at en given hændelse senere indtræder, eller at en given person erhverver kapitalandele i selskabet.<sup>87</sup> Udover denne forklaring, foreligger der ikke en nærmere definition af, hvad der forstås ved et forbehold efter SL §§ 31 og 153, stk. 2. Det søges derfor nærmere klarlagt, hvad der forstås ved forbehold i denne henseende.

Formålet med forbuddet mod tegning under forbehold er, at kapitalejere ikke uden videre skal kunne trække sine penge ud af selskabet efter, at de har foretaget en tegning af kapitalandele, og indbetalingen herfor. Forbuddet i SL § 31 samt i SL § 153, stk. 2 skal således hindre, at tegneren af kapitalandele sætter et sådant forbehold, som gør, at den pågældende kan trække pengene ud af selskabskapitalen igen. Dette understøttes ligeledes af betænkningen om revision af aktieselskabslovgivningen fra 1964, hvoraf det fremgår, at såfremt der er taget et forbehold ved tegningen, som ikke er opfyldt ved anmeldelse heraf, anses forbeholdet som bortfaldet.<sup>88</sup> Hensynet bag forbuddet mod tegning under forbehold er derfor særligt et hensyn til selskabets kreditorer, idet disse skal kunne stole på, at den angivne selskabskapital er til stede i selskabet.<sup>89</sup>

På baggrund af ovenstående konstateres det, at et forbehold i henhold til SL § 153, stk. 2 forstås som en betingelse, der stilles af tegneren af kapitalandele, og som kan medføre, at tegneren kan trække den indskudte kapital tilbage efter, at der er sket registrering af tegningen af kapitalandele i selskabet. Et forbehold er således en betingelse, som først skal opfyldes efter, at registreringen af kapitalforhøjelsen er sket.

For så vidt angår forbuddet mod tegning under forbehold skal det nævnes, at en tegning under forbehold har karakter af en nullitet, idet tegningen anses som ugyldig, uanset om der fremkommer en indsigelse mod tegningen eller ej.<sup>90</sup> Herved har man ved gennemførelsen af selskabsloven således ikke valgt at videreføre aktieselskabslovens § 7, stk. 2, 2. pkt. og anpartselskabslovens § 10, 2. pkt., hvorefter en tegning under forbehold blev anset som lovlig, såfremt der ikke blev fremsat indsigelser herimod. Dette begrundes i beskyttelseshensynet til kreditorerne.

#### **3.4.1.1.2. Ad forbuddet mod tegning til underkurs**

Forbuddet mod tegning til underkurs indebærer, at kapitalandelene skal tegnes til minimum kurs pari, og ikke må tegnes til et beløb, der ligger herunder. Dette er for at sikre, at den indbetalte selskabskapital som minimum svarer til den nominelle selskabskapital.

#### **3.4.1.2. SL § 167**

Bestemmelsen i SL § 167 fastsætter, hvorledes henholdsvis konvertible gældsbreve og warrants skal udstedes, herunder hvilke materielle og processuelle krav, der skal opfyldes i den forbindelse. Af SL § 167 fremgår, at beslutningen om udstedelse af konvertible gældsbreve eller warrants er en generalforsamlingsbeslutning, som skal vedtages med 2/3 flertal. Dette skyldes, at en udstedelse heraf kan få betydning for ejerforholdene i selskabet, hvorfor kapital-ejerne på generalforsamlingen skal have mulighed for at tage stilling til, hvorvidt en sådan udstedelse er ønskværdigt. Det fremgår ligeledes af SL § 167, stk. 1, at der samtidig med udstedelsen af konvertible gældsbreve og warrants skal træffes beslutning om den dertilhørende kapitalforhøjelse.

---

<sup>87</sup> Lovforslag nr. L 171, ad § 31

<sup>88</sup> Bet. nr. 362/1964, s. 112

<sup>89</sup> Krenchel & Jacobsen, 1954, s. 133-138

<sup>90</sup> Lovforslag nr. L 170, ad § 31

#### 3.4.1.2.1. Konvertible gældsbreve

SL § 167 definerer ikke, hvad begrebet konvertible gældsbreve dækker over. Imidlertid bygger SL § 167 på den tidligere aktieselskabslovs § 41, der dog havde en anden ordlyd. I den tidligere aktieselskabslovs § 41 blev konvertible gældsbreve karakteriseret som *“optagelse af lån mod obligationer eller andre gældsbreve, der giver långiveren ret til at konvertere sin fordring til aktier i selskabet”*.<sup>91</sup> Et konvertibelt gældsbrev indebærer således, at kapitalselskabet optager et lån med vilkår om, at långiver på et senere tidspunkt, inden lånets ordinære tilbagebetalings-tidspunkt, kan konvertere fordringen mod kapitalselskabet til selskabskapital. Långiver vil dermed på konverteringstidspunktet skifte fra at have status som kreditor, til at få status som kapitalejer i selskabet. Udøvelsen af retten til konvertering kan ske helt eller delvist, hvilket indebærer, at indehaveren af det konvertible gældsbrev kan vælge alene at konvertere en del af sin fordring mod selskabet til kapitalandele.<sup>92</sup>

Som følge af konverteringsretten, der er indeholdt i konvertible gældsbreve, har indehaveren en mulighed for at opnå et afkast, uden at skulle påtage sig betydelige risici. Dette skyldes, at indehaveren har en valgfrihed mellem at få tilbagebetaling af fordringen med forretningen i løbeperioden ved forfaldstid, eller at konvertere fordringen til kapitalandele og eventuelt få del i den værdiforøgelse, som selskabet måtte have opnået eller i fremtiden vil opnå.<sup>93</sup> Valgfriheden ligger således i, at indehaveren af det konvertible gældsbrev kan vælge, hvorvidt han ønsker at bibeholde sin status som kreditor, eller om han ønsker at skifte status til kapitalejer i selskabet.

Konverteringsretten er dermed det centrale i et konvertibelt gældsbrev. Det følger af Erhvervsstyrelsens administrative praksis, at en långiver i det konvertible gældsbrev ikke kan forpligtes til at konvertere sin fordring til kapitalandele.<sup>94</sup> Der er derfor alene tale om en ret til konvertering og ikke en forpligtelse. Idet en kreditor ikke kan forpligtes til at konvertere sin fordring mod selskabet til kapitalandele, er der for selskabet uvished om, hvorvidt der skal ske tilbagebetaling eller en konvertering af lånet. Såfremt retten til konvertering udnyttes, vil der ske en udvanding af de nuværende kapitalejere i selskabet, hvorfor dette er en risiko, som skal tages i betragtning ved udstedelse af konvertible gældsbreve. Det er derfor ved udstedelsen af konvertible gældsbreve muligt for selskabet at fastsætte visse betingelser for udnyttelsen af konverteringsretten. Betingelserne vil ofte være, at konverteringsretten først kan udnyttes efter en vis periode efter lånets optagelse, eller at konverteringsretten alene gælder i en tidsbegrænset periode. Uanset hvilke betingelser man måtte opstille, kræves det dog, at betingelserne ikke må medføre, at konverteringsretten fremstår illusorisk.<sup>95</sup>

I selskabsloven stilles der krav om, at beslutningen om udstedelse af konvertible gældsbreve skal indeholde de nærmere vilkår for udstedelsen. Det oplyses i SL § 167, stk. 2, at størstedelen af den kapitalforhøjelse, der skal kunne tegnes på baggrund af det konvertible gældsbrev, samt til hvilken klasse de nye kapitalandele skal tilhøre, skal fremgå af beslutningen. I tilknytning hertil har generalforsamlingen mulighed for at angive en over- og undergrænse for henholdsvis lånets rentefod, emissionskursen og ombytningskursen.<sup>96</sup>

---

<sup>91</sup> Lov nr. 649, 15. juni 2006, § 41

<sup>92</sup> Kure, 2021, s. 213

<sup>93</sup> Ibid.

<sup>94</sup> Bunch & Whitt, 2018, s. 719

<sup>95</sup> Kure, 2021, s. 219

<sup>96</sup> Lovforslag nr. L 170, ad § 167

I selskabsloven opstilles der således en række krav, som skal opfyldes, førend et gældsinstrument med mulighed for konvertering til kapitalandele, kan anses som et konvertibelt gælds-brev. Såfremt disse krav ikke opfyldes, er der ikke tale om et konvertibelt gælds-brev i selskabs-lovens forstand. Idet der foreligger flere materielle krav, som skal opfyldes, ses det i praksis,<sup>97</sup> at der i stedet anvendes aftaleretlige konvertible gælds-breve. Disse omtales nærmere i afsnit 3.6.1.

#### **3.4.1.2.2. Warrants**

SL § 167 nævner tillige warrants som en kapitalforhøjelsesmetode, idet det heller ikke her nærmere angives, hvad der skal forstås herved. Imidlertid følger dette af lovbemærkningerne til bestemmelsen. En warrant kan således karakteriseres som en ret, men ikke en pligt, til på et senere tidspunkt at tegne kapitalandele i selskabet til en allerede fastsat kurs.<sup>98</sup> Warrants be- tegnes også tegningsoptioner og ses oftest anvendt ved incitamentsordninger.

Ved udstedelsen af warrants modtager selskabet ikke samtidig en indbetaling, idet det først er når warranten udnyttes, og warrant-indehaveren derved tegner kapitalandele, at der sker en kapitaltilgang til selskabet. Der af den grund ikke tale om et gældsinstrument. Den risiko som warrant-indehaveren påtager sig, er derfor alene i henhold til tegningskursen. Kursen for kapi- talandelene i selskabet, på tidspunktet for tegningen af kapitalandele i henhold til warranten, kan enten være højere eller lavere i forhold til den i warrant-aftalen fastsatte kurs.<sup>99</sup> Dette har selvsagt betydning for, hvor attraktivt det er for warrant-indehaveren at udnytte tegningsretten.

På samme måde som ved konvertible gælds-breve skal beslutningen om udstedelse af warrants efter SL § 167, stk. 2 indeholde de nærmere vilkår for udstedelsen. Ifølge lovbemærkningerne til selskabsloven<sup>100</sup> indebærer dette blandt andet, at der fastsættes en over- og undergrænse for, hvilket beløb der kan tegnes kapitalandele til ved udnyttelsen af tegningsretten. Endvidere kan generalforsamlingen fastsætte nærmere retningslinjer for, hvilke vilkår,<sup>101</sup> der eventuelt skal være indtrådt, førend warrantaftalen kan udnyttes.<sup>102</sup>

#### **3.4.1.2.3. Fremgangsmåde for udstedelse af konvertible gælds-breve og warrants**

Fremgangsmåden for en kapitalforhøjelse ved udstedelse af konvertible gælds-breve og war- rants er som følger:<sup>103 104</sup>

- 1) Der afholdes en generalforsamling, hvor generalforsamlingen beslutter både ud- stedelse af et konvertibelt gælds-brev, henholdsvis warrants, og den dertil hø- rende kapitalforhøjelse.<sup>105</sup>
- 2) Beslutningen indarbejdes i vedtægterne, og registreres i Erhvervsstyrelsens it- system.
- 3) Forhøjelsen af selskabskapitalen registreres først når, og hvis, konverteringsret- ten i det udstedte konvertible gælds-brev eller tegningsretten i de udstedte war- rants udnyttes.<sup>106</sup>

---

<sup>97</sup> Oplyst af flere af hinanden uafhængige advokater

<sup>98</sup> Lovforslag nr. L 170, ad § 167

<sup>99</sup> Schaumburg-Müller, 2020, s. 320

<sup>100</sup> Ibid.

<sup>101</sup> Eksempelvis at en medarbejder skal have været ansat en vis periode, før udnyttelse af warrants i forbindelse med en incitamentsordning kan ske.

<sup>102</sup> Lovforslag nr. L 170, ad § 167

<sup>103</sup> L 82, Bilag 3

<sup>104</sup> Besvarelse af spg. 1 ad L 82, 24. november 2020

<sup>105</sup> Herefter benævnt udstedelsestidspunktet

<sup>106</sup> Herefter benævnt udnyttelsestidspunktet

For kapitalforhøjelser ved udstedelse af konvertible gældsbreve eller warrants skal der således foretages to registreringer, i) registrering af beslutningen om udstedelse af konvertible gældsbreve eller warrants og ii) registreringen af forhøjelsen af selskabets kapital på tidspunktet for udnyttelsen af henholdsvis konverterings- eller tegningsretten.

Beslutningen om udstedelse af konvertible gældsbreve og warrants skal som udgangspunkt træffes af generalforsamlingen efter SL § 167.<sup>107</sup> Denne beslutning skal overholde kravene i SL § 158, idet der ved udstedelsen af konvertible gældsbreve og warrants stilles krav om, at der samtidig træffes beslutning om den dertil hørende kapitalforhøjelse, jf. SL §§ 167, jf. § 154. De i SL § 158 indeholdte krav til beslutningen, skal derfor iagttages samtidig med de i SL § 167, stk. 2 angivne krav.<sup>108</sup>

For at et konvertibelt gældsbrev eller en warrant er selskabsretlig gyldig, skal der således være truffet en gyldig beslutning om udstedelse heraf, ligesom der skal kunne ske gyldig registrering af denne beslutning. Derudover skal der tillige være truffet beslutning om en kapitalforhøjelse i selskabet, der kan rumme den forhøjelse af selskabskapitalen, som udnyttelsen af det konvertible gældsbrev eller de udstedte warrants medfører.

Erhvervsstyrelsen stiller i praksis krav om, at der samtidig med udstedelsen af konvertible gældsbreve og warrants sker tegning af de dertil hørende kapitalandele. Derved opstår spørgsmålet, hvad der skal forstås ved "tegning" i forbindelse hermed. I SL § 163 stilles der i forhold til tegning af kapitalandele alene krav om, at dette skal ske skriftligt. Der stilles i den forbindelse ikke krav om, at tegningen skal ske på tegningslister eller på generalforsamlingsprotokollatet, hvorfor det er op til parterne at aftale, hvordan formkravet om skriftlighed overholdes. Det gælder dermed, at kravet om tegning af kapitalandele skal opfyldes på udstedelsestidspunktet. Tegningen får derimod først retsvirkning på udnyttelsestidspunktet, idet det først er på dette tidspunkt, at registreringen af kapitalforhøjelsen skal ske. Dette begrundes med, at kapitalforhøjelsen først aktualiseres ved udnyttelsen af det konvertible gældsbrev eller warranten.

### **3.4.1.3. SL § 168**

Når generalforsamlingen har truffet beslutning om udstedelse af konvertible gældsbreve eller warrants, jf. SL § 167, stilles der efter SL § 168, 1. pkt. krav om, at beslutningen optages i selskabets vedtægter. Indførelsen af beslutningen i vedtægterne udgør herefter det retlige grundlag for, at henholdsvis konverteringsretten i det konvertible gældsbrev og tegningsretten i warrantaftalen, senere kan udnyttes.<sup>109</sup> Ved indførelsen af beslutningen i vedtægterne bliver beslutningen endvidere offentlig tilgængelig, hvilket bidrager til en øget transparens om selskabets forhold. Herved får omverden kendskab til, at ejerforholdene i selskabet kan ændres som følge af udstedte konvertible gældsbreve eller warrants.

### **3.4.1.4. SL § 158**

SL § 158 oplister, hvilke oplysninger en beslutning om kapitalforhøjelse skal indeholde. Bestemmelsen viderefører reglerne i den tidligere aktieselskabslovs § 32 og anpartsselskabslovs § 38, og ensretter i den forbindelse de materielle krav for aktieselskaber og anpartsselskaber.

---

<sup>107</sup> Det bemærkes, at generalforsamlingen kan bemyndige det centrale ledelsesorgan til at udstede konvertible gældsbreve og warrants jf. SL § 155, stk. 2 jf. § 169, stk. 1. Herved skal kravene i SL § 159 og § 169 iagttages.

<sup>108</sup> SL § 158 omtales nærmere i afsnit 3.4.1.4

<sup>109</sup> Bunch & Whitt, 2018, s. 721

Forskellen fra den tidligere aktieselskabslov og anpartsselskabslov er alene den, at det tidligere krav i anpartsselskabsloven om, at der tillige skulle angives, hvem der tegner kapitalandelene ved kapitalforhøjelsen, er udeladt. I lovbemærkningerne til SL § 158 begrundes denne udeladelse med, at der ikke er samme hensyn at tage ved en kapitalforhøjelse, som ved selskabets stiftelse, idet stifterne er personligt ansvarlige, indtil den endelige registrering af selskabet har fundet sted.

Nedenfor behandles alene de i SL § 158 nævnte oplysningskrav, som findes relevante for nærværende speciale.

*ad nr. 1 - “det mindste og højeste beløb, som selskabskapitalen skal kunne forhøjes med,”*

I SL § 158, nr. 1 stilles der krav om, at det mindste og højeste beløb som selskabskapitalen kan forhøjes med, angives ved en beslutning om kapitalforhøjelse.

Kravet om, at det højeste nominelle beløb skal angives, skyldes hensynet til de eksisterende kapitalejere. De eksisterende kapitalejere skal således på baggrund heraf have mulighed for at få klarhed over, hvor meget deres ejerandel risikerer at blive udvandet, ved gennemførelsen af kapitalforhøjelsen.

Årsagen til kravet om et mindstebeløb skyldes på den anden side hensynet til de investorer, som tegner en mindre del af en større udbudt kapitalforhøjelse. Kravet om et mindstebeløb skal sikre, at investoren ikke forpligtes til at foretage en tegning af kapitalandele, i tilfælde af, at mindstebeløbet i den større udbudte kapitalforhøjelse ikke indbetales.<sup>110</sup> Det er i praksis accepteret, at mindstebeløbet kan angives til DKK 0, såfremt et sådant krav om mindstebeløb ikke skal gælde.<sup>111</sup>

*ad nr. 3 - “tegningskursen og kapitalandelenes størrelse eller antal”*

I SL § 158, nr. 3 stilles der krav om, at tegningskursen og kapitalandelenes størrelse eller antal angives i beslutningen. Ud fra den angivne tegningskurs skal kapitalejerne kunne beregne, hvilket samlet beløb kapitalforhøjelsen vil indbringe selskabet.

Når det i ordlyden af SL § 158, nr. 3 fremgår, at “tegningskursen” skal angives, indikerer dette, at denne kurs skal være fastsat som en fast defineret tegningskurs. Dette er imidlertid ikke tilfældet, idet det af lovbemærkningerne til SL § 158, nr. 3 fremgår, at: “*Det vil således fortsat være muligt at fastsætte en minimumskurs og helst en maksimum kurs samt en eventuel beregningsmetode til fastsættelse af denne*”.<sup>112</sup>

Det kan derfor udledes af lovbemærkningerne, at det alene er et krav, at der fastsættes en minimumskurs efter SL § 158, nr. 3. I litteraturen fremgår det, at der ikke er noget til hinder for, at denne minimumskurs blot fastsættes til kurs 100, hvorved man sikrer, at der ikke sker tegning til underkurs.<sup>113</sup>

Når der af lovbemærkningerne endvidere fremgår, at der helst skal fastsættes en maksimumkurs og eventuelt en beregningsmetode for kursen, er dette derimod ikke et krav, men alene en

---

<sup>110</sup> Werlauff, 2019, s. 286-287

<sup>111</sup> Bunch & Whitt, 2018, s. 673

<sup>112</sup> Lovforslag nr. L 170, ad § 158

<sup>113</sup> Bunch & Whitt, 2018, s. 674

anbefaling. Denne anbefaling begrundes i hensynet bag SL § 158, nr. 3 om, at kapitalejerne skal kunne træffe beslutning om kapitalforhøjelse på et oplyst grundlag.

Henset til, at formålet bag SL § 158, nr. 3 er, at kapitalejerne skal kunne træffe beslutning på et oplyst grundlag, må det dog kunne lægges til grund, at en angivelse af minimumskursen som kurs 100, uden yderligere angivelse af maksimumkurs eller en beregningsmetode, ikke er tilstrækkeligt til opfyldelse af kravet.

For så vidt angår beregningsmetoden for kursen har den tidligere Erhvervs- og Selskabsstyrelse tilkendegivet, at børsnoterede selskaber ved angivelsen af tegningskursen, har mulighed for at henvise til børskursen på et nærmere angivet tidspunkt, eksempelvis børskursen på dagen før tegning af kapitalandele, eller til børskursen for en nærmere angivet periode.<sup>114</sup> I den forbindelse har de udtalt, at det afgørende for, om kravet efter SL § 158, nr. 3 er overholdt er, hvorvidt kapitalejerne på baggrund af angivelsen af tegningskursen, eller beregningsmetoden herfor, vil kunne træffe beslutning om kapitalforhøjelse på et oplyst grundlag.

Deraf udledes, at tegningskursen efter SL § 158, nr. 3 skal fastsættes tilstrækkeligt klart, til at kunne udgøre et oplyst grundlag for kapitalejerne, uanset om det sker ved angivelse af et interval eller en beregningsmetode.

Selvom der ikke stilles krav om, at tegningskursen angives præcist efter SL § 158, nr. 3 på beslutningstidspunktet, stilles der efter SL § 173 krav om, at tegningskursen angives præcist ved anmeldelsen af kapitalforhøjelsen. Dette krav fremgår af lovbemærkningerne til SL § 158, nr. 3, og vil blive belyst nærmere i afsnit 3.4.1.6 vedrørende SL § 173.

*ad. nr. 6 - "den klasse, de nye kapitalandele skal høre til, hvis der er eller skal være forskellige klasser"*

I SL § 158, nr. 6 stilles der krav om, at beslutningen skal angive, til hvilken kapitalklasse de nye kapitalandele skal tilhøre, herunder om der er eller skal være forskellige kapitalklasser i selskabet. Det angives ikke i lovbemærkningerne, hvorvidt det er muligt at angive, at kapitalandelene skal tilhøre en ny kapitalklasse, som på beslutningstidspunktet ikke er oprettet i selskabet. Ud fra det generelle synspunkt om lighed og transparens kan det være vanskeligt at komme igennem med dette, idet kapitalandelenes rettigheder således ikke fremgår på forhånd. Såfremt de nytegnede kapitalandele skal tilhøre en ny kapitalklasse, bør man således, senest samtidig med forslaget om kapitalforhøjelsen, tillige fremsætte forslag om etablering af en ny kapitalklasse.

### **3.4.1.5. SL § 162**

SL § 162 indeholder regler om kapitalejeres fortegningsret. Bestemmelsen medfører, at eksisterende kapitalejere har ret til en forholdsmæssig tegning af nye kapitalandele, der udstedes som led i en kapitalforhøjelse. Denne bestemmelse tager afsæt i aktieselskabslovens § 30, hvorimod der ikke fandtes en lignende bestemmelse i anpartsselskabsloven.

---

<sup>114</sup> Ibid. s. 675

Ifølge ordlyden af SL § 162, stk. 1, finder denne fortegningsret anvendelse, såfremt der er tale om en kontant kapitalforhøjelse. Imidlertid gælder fortegningsretten også ved udstedelsen af konvertible gældsbreve og warrants, hvilket følger af 2. selskabsdirektiv, art. 29, stk. 6.<sup>115</sup>

Formålet med fortegningsretten er, at kapitalejerne får mulighed for at sikre sig mod udvanding.<sup>116</sup> Denne fortegningsret anses alene som en ret til tegning, og ikke en pligt. Hertil hører endvidere, at fortegningsretten bortfalder, såfremt den pågældende kapitalejer ikke udnytter denne. Der gælder dermed ingen subsidieret fortegningsret for de øvrige kapitalejere for disse kapitalandele.<sup>117</sup>

Bestemmelsen i SL § 162, stk. 1 kan til dels fraviges. Af SL § 162, stk. 2 og stk. 4 fremgår, at en fravigelse af fortegningsretten alene kan ske ved en konkret fravigelse. Det er således ikke muligt at foretage en generel fravigelse af fortegningsretten. Dette blev fastslået af Højesteret i U 1977.80/2 H, som vedrører den tidligere bestemmelse i aktieselskabsloven. Højesteret bemærker i dommen, at *“en afvigelse fra lovens regel om aktionærers ret til forholdsmæssig tegning af nye aktier ved forhøjelse af aktiekapitalen kun kan ske ved en konkret beslutning af generalforsamlingen, således at en generel bestemmelse herom i vedtægterne ikke er tilstrækkelig hjemmel”*.<sup>118</sup>

En beslutning om en konkret fravigelse af fortegningsretten kræver vedtagelse på generalforsamlingen med 2/3 majoritet, såfremt tegningen af kapitalandelene sker på markedsvilkår. Dette krav gælder uanset om fravigelsen er af hensyn til en eksisterende kapitalejer eller andre, herunder medarbejdere jf. SL § 162, stk. 2 og stk. 4, 1. pkt. Med samme majoritet kan medarbejderne tilbydes tegning til favørkurs jf. SL § 162, stk. 4, 2. pkt. Hvis der derimod er tale om en tegning til favørkurs til andre end medarbejdere, kræves der derimod 9/10 majoritet jf. SL § 107, stk. 2, nr. 1.

Som modifikation til ovenstående, er det imidlertid muligt at begrænse nye kapitalejeres fortegningsret generelt ved at optage bestemmelse herom i vedtægterne. Dette kræver, i) at beslutningen vedtages af generalforsamlingen med 2/3 flertal efter SL § 106, og ii) at de nye kapitalandele tegnes i en ny kapitalklasse. Dette skal tillige ses i sammenhæng med lighedsprincippet efter SL § 45, som medfører, at indskrænkningen i fortegningsretten alene kan ske ved, at de nye kapitalejere får fortegningsret til aktier i deres egen kapitalklasse.

Hvorvidt fortegningsretten er gældende eller fraveget i et konkret tilfælde skal fremgå af beslutningen om kapitalforhøjelse, jf. SL § 158, nr. 7 og 8. Heraf følger endvidere, at såfremt fortegningsretten er gældende, skal fristen for udnyttelsen af fortegningsretten ligeledes fremgå af beslutningen.

Det kan i denne forbindelse nævnes, at det ofte ses, at fortegningsretten fraviges konkret ved udstedelsen af konvertible gældsbreve og warrants.<sup>119</sup>

---

<sup>115</sup> Det bemærkes at 2. selskabsdirektiv alene finder anvendelse på aktieselskaber, idet det dog i litteraturen lægges til grund, at tilsvarende gør sig gældende for anpartsselskaber jf. Andersen P.K., 2021, s. 266 og S & D, 2022, s. 811

<sup>116</sup> Kure, 2021, s. 194

<sup>117</sup> Bet. nr. 362/1964, s. 98

<sup>118</sup> U 1977.80/2 H

<sup>119</sup> Christensen, 2021, s. 363 og 367



#### **3.4.1.6. SL § 173**

SL § 173 indeholder regler om registrering af kapitalforhøjelser samt registrering af beslutninger om udstedelse af konvertible gældsbreve og warrants. Formålet med bestemmelsen er at sikre transparens om forholdene i selskabet.

Efter SL § 173, stk. 1 skal der ske registrering af beslutningen om kapitalforhøjelsen senest 2 uger efter, at fristen for indbetalingen er udløbet, eller at indbetalingen er sket. Dette skal sikre, at kapitalen reelt er indbetalt i selskabet på tidspunktet for registreringen, således at det registrerede er udtryk for de reelle forhold i selskabet. Bestemmelsen suppleres af SL § 177, stk. 2, hvorefter følger, at beslutningen om kapitalforhøjelsen bortfalder, såfremt beslutningen ikke er anmeldt til registrering eller registreret i Erhvervsstyrelsens system inden for 12 måneder fra beslutningstidspunktet.

Efter SL § 173, stk. 2 stilles der krav om registrering af beslutningen om udstedelse af konvertible gældsbreve og warrants. Registreringen herom skal være modtaget hos Erhvervsstyrelsen senest 2 uger efter beslutningstidspunktet. Kravet skyldes, at udstedelsen af henholdsvis konvertible gældsbreve og warrants har betydning for både kapitalejere og investorer, idet udstedelsen både påvirker ejerforholdene og de grundlæggende økonomiske forhold i selskabet.<sup>120</sup> SL § 173, stk. 2 tilgodeser således det generelle selskabsretlige hensyn til transparens.

Selvom SL § 173, stk. 2 stiller krav om registrering af beslutningen om udstedelse af konvertible gældsbreve eller warrants, gælder det imidlertid, at registreringen ikke er noget krav for det konvertible gældsbrief eller warrantens gyldighed.<sup>121</sup> Eftersom registreringen ikke er noget gyldighedskrav, er der således risiko for, at den ovennævnte transparens givetvis ikke altid er fuldt ud til stede. Det er endvidere ikke et krav, at der indsendes bevis for, at det konvertible gældsbrief eller warranten er udstedt på tidspunktet, hvor beslutningen herom anmeldes.<sup>122</sup> Det er derfor alene beslutningen om udstedelse af henholdsvis konvertible gældsbreve eller warrants, der registreres og ikke selve dokumentet indeholdende det udstedte konvertible gældsbrief eller den udstedte warrant.

I tilknytning til § 173, stk. 2 er det ligeledes relevant at nævne SL §§ 175 og 176, stk. 2. Af SL § 176, stk. 2 følger det, at såfremt den konverterings- eller udnyttelsesret, som er fastlagt i henholdsvis et konvertibelt gældsbrief og udstedte warrants, strækker sig ud over 12 måneder, vil selskabet ifølge SL § 175 efter hvert regnskabsår skulle registrere, hvor stor en kapitalforhøjelse, der er foretaget på baggrund det konvertible gældsbrief eller de udstedte warrants i det forgangne år. Hensynet til transparens går således igen i SL §§ 175 og 176, stk. 2, idet bestemmelserne sikrer, at forholdene i selskabet løbende opdateres i takt med, at det konvertible gældsbrief eller de udstedte warrants udnyttes, og dermed ændrer disse forhold.

##### **3.4.1.6.1. Sammenspillet mellem SL §§ 158, nr. 3 og 173**

Som nævnt i afsnit 3.4.1.4 er der et sammenspil mellem SL § 158 og SL § 173 vedrørende angivelsen af tegningskursen. I lovbemærkningerne til SL § 158, nr. 3 angives det, at tegningskursen i en beslutning om kapitalforhøjelse kan angives som et interval med en angivet minimums- og helst en maksimumskurs eller en beregningsmetode. Dog fremgår det endvidere af lovbemærkningerne, at: *“Det er imidlertid en forudsætning, at den eksakte kurs for forhøjelsen*

---

<sup>120</sup> Lovforslag nr. L 170, ad § 173

<sup>121</sup> Kure, 2021, s. 220

<sup>122</sup> Bunch & Whitt, 2018, s. 728

*angives ved anmeldelse af kapitalforhøjelsen, jf. § 173”.*<sup>123</sup> Heri ligger således, at tegningskursen ved registreringen af kapitalforhøjelsen ikke blot kan angives som et interval eller en beregningsmetode.

Når kravet således alene nævnes i lovbemærkningerne til SL § 158, nr. 3, er det dog uklart, i) hvorfra dette krav udledes og ii) hvordan henvisningen til SL § 173 i sit hele skal forstås.

*ad i) Hvorfra udledes kravet om angivelse af en fast tegningskurs*

Kravet om, at tegningskursen skal angives præcist, synes ikke at kunne udledes af ordlyden i SL § 173, ligesom det heller ikke fremgår af lovbemærkningerne til denne bestemmelse. Derudover kan kravet heller ikke udledes af lovbemærkningerne til de tidligere aktieselskabslove.

Første gang kravet ses omtalt i litteraturen, er i “A/S’ loven med kommentarer” med ændringer senest af 23. december 1992, af Lone Sneholt og Niels Thomsen, 5. udgave, 1993. I dennes kommentarer til dagældende aktieselskabslov § 32, stk. 1, nr. 6 fremgår det, at børsnoterede aktieselskaber skal angive den præcise tegningskurs ved anmeldelsen af kapitalforhøjelsen. Lignende bemærkninger i litteraturen har ikke kunne findes vedrørende anpartsselskaber eller ikke-børsnoterede aktieselskaber.

På spørgsmålet om, hvorfra Erhvervsstyrelsen i deres praksis har udledt dette krav, henviser Specialkonsulent hos Erhvervsstyrelsen, Anders Bentzen, til den ovenfor nævnte “A/S’ loven med kommentarer”<sup>124</sup> og dennes note vedrørende den tidligere aktieselskabslovs § 32, stk. 1, nr. 6. Det skal dog hertil bemærkes, at juridisk litteratur, som “A/S’ loven med kommentarer”, ikke anses som en retskilde, men alene som fortolkningsbidrag, hvorfor Erhvervsstyrelsens praksis oprindeligt ikke blev udledt af dagældende retskilder.

Erhvervsstyrelsen oplyser, at de i 2006<sup>125</sup> tog stilling til, om kravet om at tegningskursen skulle angives præcist, tilsvarende skulle gælde for øvrige, ikke-børsnoterede aktieselskaber. Dette blev bekræftende antaget. Herefter blev det i Erhvervsstyrelsens praksis lagt til grund, at kravet om angivelsen af en præcis tegningskurs ved registreringen af en kapitalforhøjelse, både var gældende for børsnoterede og ikke-børsnoterede aktieselskaber. Ved vedtagelsen af Lov nr. 470 af 12. juni 2009, og dermed afskaffelsen af aktieselskabsloven, blev denne praksis indskrevet i lovbemærkningerne til SL § 158, nr. 3, hvorfor denne praksis nu både er gældende for børsnoterede og ikke-børsnoterede aktieselskaber samt anpartsselskaber.

*ad ii) Hvordan henvisningen til SL § 173 i sit hele skal forstås.*

Når det ovenfor konstateres, at der er krav om angivelse af en fast tegningskurs på anmeldelsestidspunktet efter SL § 173 opstår spørgsmålet om, hvordan henvisningen skal forstås, henset til at SL § 173 indeholder to dele. I SL § 173, stk. 1 stilles krav om anmeldelse af kapitalforhøjelsen og efter stk. 2 stilles krav om anmeldelse af beslutningen om udstedelse af konvertible gældsbreve og warrants.

Den præcise angivelse af tegningskursen ved registreringen medfører, at det for omverdenen bliver kendt, hvor meget der er indbetalt i selskabet. Dette er ønskeligt for en eventuel ny kapitalejer, idet den pågældende, ud fra den anmeldte kapitalforhøjelse, kan udlede kapitalforholdene i selskabet.

---

<sup>123</sup> Lovforslag nr. L 170, ad § 158, nr. 3

<sup>124</sup> Se bilag 6

<sup>125</sup> Ibid.

Deraf må angivelse af den præcise tegningskurs på anmeldelsestidspunktet, uanset at det ikke fremgår af bestemmelsens ordlyd, således kunne forudsættes underforstået henset til hensynene bag SL § 173, stk. 1. Samme hensyn er derimod ikke at tage på udstedelsestidspunktet. Dette skyldes, at når der i SL § 158, nr. 3 stilles krav om, at tegningskursen angives i beslutningen om kapitalforhøjelse, er hensynet bag, at kapitalejerne på generalforsamlingen skal kunne træffe denne beslutning på et tilstrækkeligt oplyst grundlag. Dette begrundes således, at det på dette tidspunkt er tilstrækkeligt, at tegningskursen angives som et interval med en minimums- og helst en maksimumkurs, eller en beregningsmetode herfor. Som følge af, at tegningskursen ikke skal angives præcist i beslutningen, har det centrale ledelsesorgan deraf et forhandlingsgrundlag, og ikke et bundet mandat, i forbindelse med forhandlingen af tegningskursen.

Hensynet bag SL § 173, stk. 2, er til omverdenen, idet udstedelse af konvertible gældsbreve og warrants har betydning for, hvorledes forholdene i selskabet kan ændre sig. Den beslutning, der skal anmeldes efter SL § 173, stk. 2, er generalforsamlingens beslutning om udstedelse af konvertible gældsbreve eller warrants, og den dertil hørende kapitalforhøjelse, efter bestemmelserne i selskabslovens kap. 10, herunder kravene i SL § 158.

Når det således fremgår af lovbemærkningen til SL § 158, nr. 3, at tegningskursen på anmeldelsestidspunktet for kapitalforhøjelsen skal angives præcist, må dette krav således henvise til § 173, stk. 1. For konvertible gældsbreve og warrants, er anmeldelsestidspunktet for kapitalforhøjelsen først ved udnyttelsen af henholdsvis det konvertible gældsbrief eller warranten. Deraf skal tegningskursen ikke angives præcist allerede ved anmeldelsen af beslutningen om udstedelse af konvertible gældsbreve eller warrants efter SL § 173, stk. 2.

Erhvervsstyrelsen har bekræftet,<sup>126</sup> at deres praksis om angivelsen af den præcise tegningskurs på anmeldelsestidspunktet efter SL § 173 er begrundet i hensynet til omverdenen, således at der er transparens om det reelle indskud ved kapitalforhøjelsen. Dette understøtter således, at tegningskursen alene skal angives præcist ved anmeldelse af kapitalforhøjelsen efter SL § 173, stk. 1, og ikke ved anmeldelse af beslutningen om udstedelse af konvertible gældsbreve og warrants efter SL § 173, stk. 2.

### **3.4.2. Konsekvensen af manglende overholdelse af selskabslovens kapitel 10**

Generalforsamlingen skal ved en beslutning om kapitalforhøjelse i selskabet, uanset kapitalforhøjelsesmetoden, overholde de i selskabsloven fastsatte regler. Såfremt disse regler tilsidesættes, bør dette aflede konsekvenser for overtræderen. I den forbindelse er der på den ene side et hensyn til, at selskabslovens regler vedrørende en beslutning om kapitalforhøjelse skal følges konsekvent, for at en beslutning anses for selskabsretlig gyldig. Dette skyldes, at reglerne er fastsat ud fra hensyn til transparens i forhold til vilkårene og ejerforholdene i selskabet. På den anden side, er der et hensyn til, at selskabet skal kunne drives ud fra de beslutninger, der er truffet af generalforsamlingen, og efterfølgende registreret hos Erhvervsstyrelsen. Derfor angives det i den selskabsretlige teori, at disse beslutninger bør være gældende, medmindre der er tungtvejende argumenter for, at dette ikke bør være tilfældet, idet man skal kunne stole på, og indrette sig efter det, som er registreret hos Erhvervsstyrelsen.<sup>127</sup> Det er ikke ønskværdigt, at der i selskabet er tvivl om en beslutnings gyldighed, hverken for selskabets kapitalejere, kreditorer eller eventuelle investorer.

---

<sup>126</sup> Se bilag 6

<sup>127</sup> Christensen, 2021, s. 558

Der er i selskabsloven krav om, at visse beslutninger om selskabets forhold registreres i Erhvervsstyrelsens it-system, som er oprettet med henblik på at sikre offentlighed om disse forhold. Langt de fleste anmeldelser til registrering hos Erhvervsstyrelsen sker i dag igennem Erhvervsstyrelsens selvbetjeningssystem, idet Erhvervsstyrelsen dog har mulighed for at udtage anmeldelser til manuel behandling. Såfremt en anmeldelse om kapitalforhøjelse behandles manuelt, og der derved opdages mangler i forhold til overholdelsen af selskabslovens regler, vil registrering af beslutningen nægtes, såfremt manglen ikke kan afhjælpes, jf. SL § 23 g. Af SL § 177, stk. 1 følger, at en mangelfuld beslutning om kapitalforhøjelse imidlertid ikke er mulig at afhjælpe. Dette skyldes, at det af SL § 177, stk. 1 fremgår, at beslutningen om kapitalforhøjelsen bortfalder, hvis registrering nægtes, hvorved generalforsamlingen, eller det centrale ledelsesorgan, hvis beslutningskompetencen er uddelegeret til dette organ, er tvunget til at træffe beslutningen på ny.

Hvis en beslutning, der ikke overholder alle selskabslovens regler, anmeldes og registreres gennem Erhvervsstyrelsens it-system, uden at være blevet udtaget til manuel behandling, opstår spørgsmålet om, hvorvidt denne beslutning anses for gyldig. SL § 15, stk. 1 indeholder i tilknytning hertil en regel om, at registrering ikke må foretages, hvis beslutningen ikke opfylder bestemmelserne i selskabsloven. Efter SL § 15, stk. 2 påhviler ansvaret for beslutningens overensstemmelse med selskabsloven den pågældende, som registrerer forholdet. Overtrædelse heraf kan medføre bødestraf, jf. SL § 367.

Herefter er spørgsmålet fortsat, hvorvidt beslutningen står ved magt, trods det, at beslutningen eller fremgangsmåden ved beslutningens tilblivelse, er uoverensstemmende med selskabslovens regler.

Efter SL § 109, stk. 1 kan en kapitalejer, eller et medlem af ledelsen, blandt andet anlægge en sag vedrørende en generalforsamlingsbeslutning, som er i strid med selskabslovens regler. Udgangspunktet efter bestemmelsen er, at en sådan beslutning alene er anfægtelig, idet der i SL § 109, stk. 2 er fastsat en søgsmålsfrist på tre måneder fra beslutningens vedtagelse. Såfremt søgsmålsfristen ikke overholdes, anses beslutningen for gyldig. Erhvervsankenævnet<sup>128</sup> har ved kendelse af 1. juli 2005 fastslået, at en kapitalejer, der mener, at en generalforsamlingsbeslutning er ugyldig, ikke er klageberettiget i forhold til Erhvervsstyrelsens afgørelse, men i stedet skal anlægge sagen hos de civile domstole. Dermed skal en sag efter SL § 109, stk. 1 anlægges ved de civile domstole. Udgangspunktet om, at beslutningen er anfægtelig, modificeres dog af SL § 109, stk. 3, i hvilken der er oplistet tilfælde, hvor der for beslutningen i stedet er tale om nullitet. I forhold til indholdsmangler i tilknytning til SL § 109, stk. 2, nr. 1 sondres der mellem grove indholdsmangler og indholdsmangler, der har karakter af en bagatel, hvortil sidstnævnte oftest alene er anfægtelig og ikke anses som en nullitet.<sup>129</sup>

For fysiske og juridiske personer, der ikke omfattes af SL § 109, følger det af SL § 20, at den pågældende skal anlægge sag ved de civile domstole, såfremt den pågældende er påført skade i forbindelse med beslutningen. Herved vil domstolene skulle tage stilling til sagen, herunder om der skal ske sletning af registreringen af beslutningen. Erhvervsstyrelsen har ikke samme kompetence til sletning, idet de alene kan foretage administrative ændringer, såsom fejlskrift i anmeldelsen eller en manuel fejl ved sagsbehandlingen af anmeldelsen.<sup>130</sup>

---

<sup>128</sup> Erhvervsankenævnet er blandt andet klageinstans for Erhvervsstyrelsen

<sup>129</sup> Andersen P. K., 2021, s. 493-496

<sup>130</sup> Lovforslag nr. L 170 ad § 20

Såfremt der anlægges sag efter SL §§ 20 eller 109, skal sagen anlægges mod selskabet, og ikke selskabets ledelse. Da sagen anlægges ved de civile domstole, kan en part derfor påberåbe sig de almindelige erstatningsretlige principper, hvortil det kræves, at der kan bevises et tab. Det kan synes svært at komme igennem med, at en manglende eller utilstrækkelig angivelse af en af de i § 158 nævnte krav har medført et tab for den pågældende.

Det kan dermed udledes, at en beslutning om kapitalforhøjelse, som ikke overholder alle de materielle krav i selskabslovens kap. 10, som udgangspunkt er anfægtelig. Såfremt beslutningen ikke anfægtes, anses beslutningen deraf som udgangspunkt som værende gyldig. I forhold til reglerne om kapitalforhøjelse, er formålet bag reglerne om beslutningens indhold at skabe klarhed over, hvordan selskabets forhold påvirkes af kapitalforhøjelsen, herunder risikoen for udvanding for de eksisterende kapitalejere. Minimumskravene i SL § 158 er med til at skabe denne klarhed, således at kapitalejerne på generalforsamlingen får det rette beslutningsgrundlag, forinden de skal tage stilling til, hvorvidt de ønsker et beslutningsforslag om kapitalforhøjelse vedtaget eller forkastet. Dermed kan kapitalejerne på generalforsamlingen stemme imod forslaget, såfremt de ikke finder vilkårene fordelagtige, og ligeledes, hvis der er noget, der i beslutningen synes uklart for deres retsstilling.

I forhold til udstedelse af konvertible gældsbreve og warrants stilles der i SL § 167 endvidere krav om, at generalforsamlingen tager stilling til modtagerens retsstilling i en række nærmere angivne selskabsretlige dispositioner og omstruktureringer. Disse oplysninger er dermed væsentlige for modtagerne af konvertible gældsbreve og warrants, idet de derved opnår en klarhed over, hvorledes deres retsstilling eventuelt kan blive forringet, forinden de udnytter henholdsvis deres konverteringsret eller tegningsret, og derved bliver kapitalejere i selskabet. Her ses således, at formkravene for beslutningerne i selskabslovens kap. 10 er et hensyn til gennemsigtighed og klarhed over konsekvenserne af kapitalforhøjelsen. Modtageren vil derfor alt andet lige på forhånd kende til vilkårene for konverteringen af det konvertible gældsbrev eller udnyttelsen af warranten, og i tilknytning hertil, den kapitalforhøjelse i selskabet som kræves for gennemførelsen af konverteringen eller tegningen. Såfremt disse vilkår ikke synes fordelagtige, eller at de synes uklare, kan dette søges berigtiget inden aftalens underskrivelse.

Derudover synes det også u hensigtsmæssigt at kende en generalforsamlingsbeslutning ugyldig, såfremt der er gået lang tid fra beslutningstidspunktet, hvilket også søgsmålsfristen i SL § 109 indikerer. Hvis beslutningen efter en vis rum tid kendes ugyldig, står selskabet, kapitalejere og kreditorer i en situation, hvor de har indrettet sig og handlet ud fra den foreliggende beslutning. Der kan derfor opstå visse skadevirkninger, såfremt forholdene skal bringes tilbage til status quo, før den ugyldige beslutning blev truffet, herunder at allerede indskudt kapital eller udnyttelse af warrants må gå tilbage. Derfor er proportionalitetsbetragtningerne væsentlige, henset til at vurdere, hvorvidt beslutningen skal kendes ugyldig eller ej.<sup>131</sup>

### **3.4.3. Delkonklusion**

Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at der ved en kapitalforhøjelse i et selskab er en række krav i selskabsloven, som skal overholdes. Disse krav har primært til formål at sikre transparens vedrørende selskabets kapital, for at selskabets kapitalejere, kreditorer samt investorer har mulighed for at varetage deres interesser.

---

<sup>131</sup> Christensen, 2021, s. 560

Den omfattende lovregulering vedrører både materielle og processuelle krav. Det konkluderes derfor, at selskabsloven både fastlægger, hvordan en kapitalforhøjelse skal ske, og hvilket indhold beslutningen herom som minimum skal have. For nærværende speciale findes det her særligt relevant at fremhæve, at måderne hvorpå kapitalforhøjelse kan ske efter SL § 153, er begrænset til i) tegning af nye kapitalandele, ii) udstedelse af fondsandele eller iii) ved udstedelse af konvertible gældsbreve og warrants. Det kan derfor konkluderes, at der i selskabsloven er adgang til at foretage kapitalforhøjelse i selskabet ved anvendelse af hybride finansieringsinstrumenter, men at disse instrumenter er begrænset til konvertible gældsbreve og warrants. Derudover skal disse finansieringsinstrumenter, som følge af deres placering i selskabslovens kap. 10, ligeledes overholde de øvrige bestemmelser i dette kapitel.

Det konkluderes yderligere, at såfremt en beslutning om kapitalforhøjelse ikke overholder de i selskabsloven opstillede krav, vil beslutningen som udgangspunkt ikke anses som selskabsretlig gyldig, hvorfor der således ikke må ske registrering af beslutningen hos Erhvervsstyrelsen. Hvis beslutningen derimod alligevel registreres, vil den skulle anfægtes ved sagsanlæg hos de civile domstole, førend beslutningen kan erklæres ugyldig. Hertil kan det konkluderes, at domstolene ved en vurdering af, om en beslutning om kapitalforhøjelse, der ikke overholder kravene i selskabslovens kap. 10 skal kendes ugyldig, foretager en hensynsafvejning. Denne afvejning tager på den ene side udgangspunkt i hensynet til selskabslovens beskyttelsesregler og på den anden side hensynet til, at man skal kunne indrette sig efter det hos Erhvervsstyrelsen registrerede.

### **3.5. Kan SAFE-notes anvendes i overensstemmelse med selskabslovens kapitel 10**

SAFE-notes karakteriseres som et hybridt finansieringsinstrument, der anvendes som led i at skaffe kapital til selskabet. Idet anvendelsen af finansieringsinstrumentet medfører en kapitalforhøjelse, er det af den grund relevant at se på, hvorvidt SAFE-notes kan udstedes i overensstemmelse med selskabslovens kap. 10.

#### **3.5.1. SL § 153, stk. 1**

Selskabsloven oplister i § 153, stk. 1, som nævnt i afsnit 3.4.1.1, udtømmende, på hvilke måder et selskab kan foretage en kapitalforhøjelse.

Ved SAFE-notes sker der en indbetaling af kapital til selskabet, som ikke samtidig er fulgt af en tegning af nye kapitalandele. Det afvises derfor, at SAFE-notes kan henføres til SL § 153, stk. 1, nr. 1 om kapitalforhøjelse ved tegning af nye kapitalandele. Det kan også straks afvises, at SAFE-notes kan henføres til § 153, stk. 1, nr. 2 om fondsforhøjelse.

Herefter er spørgsmålet, hvorvidt SAFE-notes i selskabsretlig forstand kan betragtes som et konvertibelt gældsbrev eller en warrant og deraf henføres til SL § 153, stk. 1, nr. 3.

#### **3.5.1.1. Kan SAFE-notes karakteriseres som et konvertibelt gældsbrev i selskabsretlig forstand?**

Et konvertibelt gældsbrev er kendetegnet ved, at der ydes et lån til selskabet, mod på et senere tidspunkt at kunne konvertere fordringen til kapitalandele i selskabet. De nærmere karakteristika herfor er omtalt i afsnit 3.4.1.2.1.

Den indbetaling af kapital, der foretages i forbindelse med udstedelsen af en SAFE-note, anses ikke som gæld. Indbetalingen sker derimod som en indbetaling på selskabets egenkapital, hvorfor der ikke påløber renter, ligesom der heller ikke er en fastsat udløbs- eller konverteringsdato.

Et konvertibelt gældsbrev giver kreditoren en valgret mellem i) at konvertere sin fordring til kapitalandele i selskabet inden for forfaldstiden, og dermed skifte status fra kreditor til kapital ejer, eller ii) at fordre fordringen tilbagebetalt. Ved SAFE-notes er der ligeledes en konverteringsret for SAFE-investoren, idet SAFE-investoren dog ikke har mulighed for at fordre sin indbetaling tilbagebetalt. SAFE-investering foretages dermed med en betydelig risiko, set i forhold til anvendelsen af et konvertibelt gældsbrev, idet der ved SAFE-investeringen er en risiko for, at investeringen tabes. Muligheden for konvertering efter SAFE-notes er afhængig af, at den udløsende begivenhed indtræder, hvilket der er en risiko for ikke sker, såfremt selskabet ikke præsterer eller vækster som forventet. SAFE-notes adskiller sig derfor betydeligt fra konvertible gældsbreve i selskabsretlig forstand.

### **3.5.1.2. Kan SAFE-notes karakteriseres som en warrant i selskabsretlig forstand?**

En warrant betegnes som en ret til at tegne kapitalandele på et fremtidigt tidspunkt, til en på forhånd fastsat kurs. De nærmere karakteristika herfor er omtalt i afsnit 3.4.1.2.2.

SAFE-notes indeholder, ligesom warrants, en ret til at tegne kapitalandele i selskabet på et fremtidigt tidspunkt. Hvor SAFE-notes medfører en indbetaling af kapital til selskabet på udstedelsestidspunktet, medfører warrants, at der først sker en indbetaling til selskabet, når og hvis tegningsretten udnyttes. SAFE-notes adskiller sig yderligere fra warrants, idet tegningskursen ikke som i warrants, er fastsat på forhånd.

Fælles for begge finansieringsinstrumenter er, at værdien af henholdsvis en SAFE-note og en warrant afhænger af det underliggende aktiv, selskabet, og udviklingen heraf. Denne værdi kommer i begge tilfælde først til udtryk, når tegningsretten udnyttes.

SAFE-notes ligger derved tættere på warrants, frem for konvertible gældsbreve, idet SAFE-notes dog heller ikke kan karakteriseres som warrants.

### **3.5.1.3. Delkonklusion**

Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at SAFE-notes ikke kan henføres til nogen af de måder, hvorpå forhøjelse af selskabets kapital kan ske efter SL § 153, stk. 1, nr. 1-3. Derved synes anvendelsen af SAFE-notes i overensstemmelse med selskabsloven, allerede af den grund, udelukket.

## **3.5.2. SAFE-notes i lyset af de øvrige regler i selskabslovens kapitel 10**

Som belyst i afsnit 3.4.1.1 blev SL § 153 indsat i selskabsloven som en præciserende bestemmelse. Det fremgår af afsnit 3.3.1, at den selskabsretlige adgang til kapitalforhøjelse ved udstedelse af konvertible gældsbreve og warrants er kommet til i løbet af årene, på baggrund af udviklingen i det praktiske erhvervsliv. Idet det ved henvendelse til danske advokatselskaber, investeringsselskaber, investeringsnetværk og rådgivningsselskaber, som nævnt i afsnit 2.3, er konstateret, at der ses en efterspørgsel på mere simple finansieringsinstrumenter, kan dette ræsonnement eventuelt åbne op for muligheden for anvendelsen af øvrige hybride finansieringsinstrumenter, herunder SAFE-notes.

Ved udarbejdelsen af Lov nr. 470 af 12. juni 2009 var SAFE-notes et endnu ikke opfundet finansieringsinstrument. Moderniseringsudvalget havde derfor ikke mulighed for at tage stilling til, hvorvidt SAFE-notes skulle lovreguleres i selskabsloven.

Indførelsen af SL § 153 efterlader derfor spørgsmålet om, hvorvidt bestemmelsen er indsat for at forhindre, at der åbnes op for flere måder, hvorpå der selskabsretligt kan foretages kapitalforhøjelse, eller om man blot ikke havde fantasi til, at en kapitalforhøjelse kunne ske på andre måder end de i SL § 153, stk. 1 nævnte. Dette spørgsmål må imidlertid henstå ubesvaret.

I den videre undersøgelse af, om SAFE-notes kan anvendes i overensstemmelse med selskabslovens kap. 10, ses der bort fra SL § 153, stk. 1. De følgende sider vil tage udgangspunkt i at klarlægge, hvorvidt andre bestemmelser og hensyn i selskabslovens kap. 10 taler imod anvendelse af SAFE-notes eller om det alene er den udtømmende og præciserende opstilling i § 153, stk. 1, som forhindrer anvendelsen.

### **3.5.2.1. SL §§ 167 og 168**

Uanset, at SAFE-notes ikke kan karakteriseres som hverken et konvertibelt gælds-brev eller en warrant antages det dog, at såfremt man accepterede brugen af SAFE-notes i henhold til selskabsloven, vil SAFE-notes skulle opfylde samme processuelle og materielle krav som konvertible gælds-breve og warrants. Fremgangsmåden for udstedelse af SAFE-notes antages derfor at skulle være den samme, som ved udstedelse af konvertible gælds-breve og warrants efter SL § 167.<sup>132</sup> Dette betyder således, at der samtidig med udstedelsen af SAFE-notes, vil skulle træffes beslutning om den kapitalforhøjelse i selskabet, som udnyttelsen af de udstedte SAFE-notes kræver.

Derudover antages det, at der på samme måde som i SL § 168, vil være et krav om, at beslutningen om udstedelsen af SAFE-notes, og den dertilhørende kapitalforhøjelse, optages i vedtægterne, for at imødekomme hensynet til transparens.

### **3.5.2.2. SL § 153, stk. 2**

SL § 153, stk. 2 indeholder to forhold, i) at kapitalandelene ikke må tegnes under forbehold og ii) at kapitalandelene ikke må tegnes til underkurs.

#### *ad i) Forbud mod tegning under forbehold*

Førend en SAFE-investor har adgang til at konvertere, det efter SAFE-noten indskudte beløb til kapitalandele i selskabet, kræver det, at en udløsende begivenhed indtræder. En sådan udløsende begivenhed vil typisk være en fremtidig kapitalforhøjelse, men børsnotering eller salg af selskabet er også set aftalt som udløsende begivenheder. Spørgsmålet bliver derfor, om kravet om en udløsende begivenhed anses som en tegning under forbehold.

Som nævnt i afsnit 3.4.1.1.1, må der ikke ved tegning af kapitalandele stilles betingelse om, at en given hændelse senere indtræder, eller at en given person erhverver kapitalandele i selskabet. Forbeholdene, som efter bestemmelsen forbydes, er forbehold, der stilles af tegneren af kapitalandelene. Dette begrundes navnlig i hensynet til kreditorerne, således at det sikres, at kapitalindskuddet reelt foretages.

Ved en SAFE-investering indskydes kapitalen ved aftaleindgåelsen, uden samtidig at modtage anden modydelse end SAFE-noten. Herved er der risiko for, at dette indskud ikke senere kan konverteres til kapitalandele. Denne risiko påhviler SAFE-investoren, som dermed kan risikere ikke at få noget for sit kapitalindskud. Da selskabet ved SAFE-noten er sikret indbetaling af

---

<sup>132</sup> Se afsnit 3.4.1.2.3



det heri aftalte beløb, er der ingen risiko for selskabets kreditorer. Når der fastsættes en begivenhed, som senere kan udløse konverteringsretten, er denne fastsat af selskabet, og dermed har SAFE-investoren ikke mulighed for at trække pengene ud af selskabet, hvilket forbuddet i SL § 153, stk. 2 netop vil forhindre. Formålet med at fastsætte den udløsende begivenhed er alene, at udskyde værdiansættelsen af selskabet, og ikke at SAFE-investoren kan trække sine penge ud af selskabet.

Dermed anses den begivenhed, der fastsættes som den udløsende begivenhed for retten til konvertering for SAFE-investoren, ikke som et forbehold i SL § 153, stk. 2's forstand, hvorfor denne del af bestemmelsen ikke hindrer anvendelsen af SAFE-notes.

*ad ii) Forbud mod tegning til underkurs*

SL § 153, stk. 2 indeholder, som beskrevet i afsnit 3.4.1.1.2, ligeledes et forbud mod tegning af kapitalandele til underkurs, hvilket medfører, at det konverterede beløbs nominelle værdi mindst skal svare til den nominelle selskabskapital, som tegnes. I SAFE-notes er kursen for konverteringen ikke fast på forhånd, idet det afhænger af markedskursen på tidspunktet for den udløsende begivenhed. Derved er der risiko for, at tegningen sker til underkurs, såfremt værdiansættelsen, der lægges til grund for kapitalforhøjelsen, og deraf konverteringen i SAFE-noten, på tidspunktet for konverteringen, er lavere end antal udestående kapitalandele i selskabet. Idet SAFE-notes er tiltænkt anvendt i seed-fasen, vil dette formentlig alene være en teoretisk diskussion. Værdiansættelsen vil formentlig være højere end antal udstedte kapitalandele på tidspunktet for den udløsende begivenhed, også henset til kapitalkravene i SL § 4.

Det ses, som nævnt i afsnit 2.2, at der i SAFE-notes kan fastsættes et Valuation Cap eller en Discount, hvilket kan få betydning for den kurs, der konverteres til. Et Valuation Cap skal derfor i SAFE-notes fastsættes højere end antal udestående kapitalandele i selskabet inden kapitalforhøjelsen, idet et lavere Valuation Cap vil medføre, at der vil ske konvertering til underkurs.

Såfremt der i SAFE-notes fastsættes en Discount på konverteringen, i forhold til den kurs de øvrige investorer kan tegne kapitalandele til ved kapitalforhøjelsen, kan der ligeledes være risiko for tegning til underkurs.

Dette kan illustreres ved følgende eksempel, som tager afsæt i en SAFE-note med en aftalt Discount på 20 pct.:

Figur 6<sup>133</sup>

| Markedskursen på tidspunktet for den udløsende begivenhed | SAFE-investorens kurs |
|-----------------------------------------------------------|-----------------------|
| 100                                                       | 80                    |
| 125                                                       | 100                   |
| 250                                                       | 200                   |

Som det kan ses af tabellen, sker konverteringen for SAFE-investoren til kurs pari, når markedskursen er 125. I eksemplet sker der således tegning til underkurs for SAFE-investoren, såfremt markedskursen er lavere end 125.

---

<sup>133</sup> Se bilag 4

Uanset ovenstående, vil SAFE-notes dog altid kunne tage højde for forbuddet mod tegning til underkurs ved at aftale, at uanset en aftalt Discount eller Valuation Cap, må reguleringsmekanismen ikke medføre, at tegningen sker til underkurs.

### 3.5.2.3. *SL § 158*

I forhold til bestemmelsen i SL § 158, hvoraf kravene til indholdet af en beslutning om kapitalforhøjelse fremgår, er det i henhold til SAFE-notes relevant at diskutere henholdsvis nr. 1, 3 og 6. De øvrige krav i SL § 158 synes ikke at volde problemer for anvendelsen af SAFE-notes.

*ad nr. 1 - “det mindste og højeste beløb, som selskabskapitalen skal kunne forhøjes med,”*

Ved anvendelsen af SAFE-notes er SL § 158, nr. 1 problematisk, idet essensen i SAFE-notes er, at det beløb, som selskabskapitalen skal kunne forhøjes med, først fastlægges endeligt på tidspunktet for den udløsende begivenhed. I SAFE-notes fastsættes der alene en beregningsmetode for erhvervelsen af kapitalandele. Dette medfører, at parterne på beslutningstidspunktet ikke er vidende om, hvor mange kapitalandele SAFE-investoren eventuelt opnår ret til at kunne erhverve på tidspunktet for den udløsende begivenhed. For at overholde kravet i SL § 158, nr. 1 vil det formentlig medføre, at der i beslutningen vil blive fastsat en vilkårlig maksimumsgrænse, som de kapitalandele SAFE-investoren efter beregningsmetoden i SAFE-noten erhverver, kan indeholdes i. Det er således muligt at efterkomme kravet i SL § 158, nr. 1. Imidlertid risikerer man, at maksimumgrænsen fastsættes så højt, at grænsen bliver illusorisk og deraf ikke udgør et oplyst grundlag, som kravet sigter mod.

*ad nr. 3 - “tegningskursen og kapitalandelene størrelse eller antal”*

Det karakteristiske ved SAFE-notes er, at tegningskursen ikke er fastsat på forhånd, idet denne endeligt fastsættes ud fra markedskursen på tidspunktet for den udløsende begivenhed, eventuelt med en Discount. Da det ifølge lovbemærkningerne til SL § 158, nr. 3 er tilladt at angive tegningskursen som et interval, med angivelse af en minimums- og helst en maksimumskurs, og eventuelt en beregningsmetode herfor, medfører det således, at det ikke er nødvendigt at have fastlagt kursen præcist på udstedelsestidspunktet. Dette åbner dermed op for muligheden for brugen af SAFE-notes.

Når hensynet bag SL § 158, nr. 3 er, at kapitalejerne skal kunne træffe beslutningen på oplyst grundlag, er spørgsmålet herefter, om dette hensyn kan tilgodeses ved at angive kursen i SAFE-notes som et interval eller en beregningsmetode.

I den af Y Combinator udviklede SAFE-note er der ikke fastsat en kurs, herunder heller ikke en minimumskurs. Som nævnt i afsnit 3.4.1.4 er det accepteret, at minimumskursen blot angives som kurs 100. Kravet om angivelse af minimumskurs kan derfor imødekommes ved, at minimumskursen i SAFE-notes fastsættes til kurs 100. Dette vil samtidig medføre, at SAFE-notes overholder forbuddet mod tegning til underkurs, jf. SL § 153, stk. 2. Dog skal man som nævnt være opmærksom på, at en angivelse af minimumskursen som kurs 100, uden yderligere angivelse af en maksimumkurs eller en beregningsmetode, formentlig ikke er tilstrækkeligt til opfyldelse af kravet i SL § 158, nr. 3.

I SAFE-notes i sin rene form<sup>134</sup> er der ej heller fastsat en maksimumkurs, hvilket der i øvrigt ikke stilles udtrykkeligt krav om efter SL § 158, nr. 3. Såfremt man derimod benytter sig af SAFE-notes med Valuation Cap, er der dog heri indirekte angivet en maksimumkurs. Dette

---

<sup>134</sup> Se afsnit 2.2

skyldes, at Valuation Cappet sætter et maksimum for den værdiansættelse af selskabet, som ligger til grund for beregningen af konverteringskursen på tidspunktet for den udløsende begivenhed. Deraf kan det således beregnes, til hvilken kurs, SAFE-investoren maksimalt kan erhverve kapitalandele til.

Konverteringskursen i SAFE-notes afhænger af kursen på et uvist fremtidigt tidspunkt, hvorfor der stilles spørgsmål ved, om dette udgør en beregningsmetode, som kan accepteres efter SL § 158, nr. 3. Det afgørende herfor bliver, hvorvidt Erhvervsstyrelsen vil anse beregningsmetoden for at udgøre et tilstrækkeligt oplyst beslutningsgrundlag for kapitalejerne.

Som nævnt i afsnit 3.4.1.4 accepterer Erhvervsstyrelsen, at tegningskursen i børsnoterede selskaber angives som børskursen på et bestemt tidspunkt eller en bestemt periode. Når der angives en børskurs på en bestemt dag inden tegningen, eller børskursen for en nærmere angivet periode, er det således udtryk for, at det er værdien af selskabet på dette tidspunkt, som skal lægges til grund for angivelsen af kursen. Idet børsnoterede selskaber oftest er veletablerede selskaber, vil der for kapitalejerne være flere kendte faktorer. Disse faktorer er med til at skabe et mere sikkert og forudsigeligt grundlag for, hvilken kurs, der kan ske konvertering eller tegning til. På baggrund heraf udgør denne beregningsmetode således et tilstrækkeligt oplyst beslutningsgrundlag for kapitalejerne.

SAFE-notes anvendes, som nævnt i afsnit 3.2.3, som venturekapital, hvortil der er mange usikre og ubekendte faktorer for selskabets videre udvikling og derved selskabets værdiansættelse. Idet værdiansættelseselementet på tidspunktet for udstedelsen af SAFE-notes er så usikkert medfører det, at der er en tilsvarende usikkerhed for beregningen af markedskursen. Grundlaget for beregningen af tegningskursen er således forbundet med væsentlig større usikkerhed ved angivelsen af markedskursen for SAFE-notes, end grundlaget for beregningen af børskursen for et børsnoteret selskab.

Når tegningskursen i SAFE-notes således angives som markedskursen på tidspunktet for den udløsende begivenhed, vil dette dermed ikke være tilstrækkeligt klart til at kunne udgøre et oplyst grundlag for kapitalejerne.

Ud fra ovenstående må det derfor udledes, at SAFE-notes i sin rene form, som udviklet af Y Combinator, ikke opfylder kravet efter SL § 158, nr. 3. Såfremt der imidlertid laves en tilpasning af SAFE-notes, hvori minimumskursen fastsættes til kurs 100, og maksimumkursen indsættes ud fra et eventuelt aftalt Valuation Cap, vil der således være angivet det anbefalede interval. Det afgørende vil dog fortsat være, om intervallet udgør et tilstrækkeligt oplyst grundlag for kapitalejerne i henhold til tegningskursen, eller om intervallet alene bliver af illusorisk karakter. Dette må imidlertid afhænge af intervallets størrelse i den konkrete SAFE-note.

Der stilles endvidere krav om, at kapitalandelenes størrelse eller antal angives. I forlængelse af ovenstående kan det konkluderes, at det ikke er muligt at angive et eksakt antal af kapitalandele, idet dette afhænger af reguleringen på tidspunktet for den udløsende begivenhed. Dog er der intet til hinder for, at der i SAFE-notes angives stykstørrelse for de kapitalandele, som SAFE-investoren opnår rettighederne til.

*ad. nr. 6 - "den klasse, de nye kapitalandele skal høre til, hvis der er eller skal være forskellige klasser,"*

Når der sker en konvertering i overensstemmelse med SAFE-noten, hvori den udløsende begivenhed er en ny investeringsrunde, og deraf kapitalforhøjelse i selskabet, opstår problemet i forhold til dette krav. Når den udløsende begivenhed indtræder, indebærer SAFE-noten, at

SAFE-investoren opnår en ret til at tegne kapitalandele i samme kapitalklasse, som de nye investorer kan tegne kapitalandele i. På tidspunktet for udstedelse af SAFE-noten, hvor der samtidig skal træffes beslutning om kapitalforhøjelse, ligger en eventuel kapitalklasse, som SAFE-investorens kapitalandele skal henføres til, således ikke fast. Rettighederne som en SAFE-investor opnår ved den senere erhvervelse af kapitalandele kan derfor ikke udledes på forhånd. Det hensyn, der begrundet kravet om kendskab til rettighederne i den kapitalklasse, der tegnes kapitalandele i, er alt andet lige til investoren. Da en SAFE-investering er en højrisiko investering, må det formodes, at en SAFE-investor derved er villig til at indtage den standpunksrisiko, at disse rettigheder først endeligt ligger fast på tidspunktet for den udløsende begivenhed. Imidlertid ændrer dette dog ikke på, at kravet i SL § 158, nr. 6 ikke kan overholdes ved udstedelse af SAFE-notes.

#### **3.5.2.4. SL § 162**

For SAFE-investoren gælder det, at den pågældende investor ikke bliver kapitalejer i selskabet førend konverteringsretten i SAFE-noten udnyttes. SAFE-investoren er derfor ikke tillagt nogen fortegningsret efter SL § 162, stk. 1, før konverteringen er foretaget, og SAFE-investoren derved har opnået status som kapitalejer.

Såfremt der udstedes SAFE-notes, vil der på udstedelsestidspunktet skulle ske en tegning af kapitalandele, som følge af kravet om, at der samtidig skal træffes beslutning om den dertilhørende kapitalforhøjelse. Herefter bliver spørgsmålet, om de eksisterende kapitalejere har en fortegningsret til disse kapitalandele. Dette må som udgangspunkt besvares bekræftende efter SL § 162, stk. 1 sammenholdt med 2. selskabsdirektivs art. 29, stk. 6, idet fortegningsretten tilsvarende finder anvendelse for værdipapirer med en tilknyttet konverterings- eller tegningsret.<sup>135</sup>

Imidlertid kan SL § 162, stk. 1, som nævnt i afsnit 3.4.1.5, fraviges, hvilket ofte sker i forbindelse med udstedelsen af konvertible gældsbreve og warrants.<sup>136</sup> Tilsvarende antages at ville gøre sig gældende ved anvendelse af SAFE-notes.

For at konverteringsretten i SAFE-notes vil kunne anvendes, uden at dette udløser en fortegningsret for de eksisterende kapitalejere, kræves det, at selskabet ved beslutningen om kapitalforhøjelse, træffer beslutning om at fravige fortegningsretten, jf. SL § 158, nr. 7. Beslutningen om at fravige fortegningsretten skal enten ske med 2/3-flertal eller 9/10-flertal. Hvis der er tale om SAFE-notes med Discount, vil der være tale om konvertering til favørkurs, hvorefter fravigelse af fortegningsretten kræver 9/10-flertal. Hvis der er tale om konvertering til markedskurs kræver det 2/3-flertal, jf. SL § 162, stk. 2. SL § 162 er således ikke til hinder for anvendelsen af SAFE-notes, forudsat at vedtagelseskravene for fravigelsen af fortegningsretten iagttages.

---

<sup>135</sup> Se afsnit 3.4.1.5 og 4.2.2

<sup>136</sup> Christensen, 2021, s. 363 og 367

### 3.5.2.5. SL § 173

Formålet med bestemmelsen i SL § 173 er, som nævnt i afsnit 3.4.1.6, at sikre transparens om selskabets forhold. Efter SL § 173, stk. 1 stilles der krav om registrering af en beslutning om kapitalforhøjelse. Fristen for rettidig registrering angives som 2 uger efter indbetalingen, eller efter at fristen for indbetalingen er overskredet. Derved opstår der ingen problemer i forhold til anmeldelsen af den til SAFE-noten tilhørende kapitalforhøjelse. Dette skyldes, at indbetalingen for kapitalandelene, der erhverves ved udnyttelsen af SAFE-noten, først anses for sket på konverteringstidspunktet.

Kravet om angivelse af en fast tegningskurs ved anmeldelsen af kapitalforhøjelsen, er ligeledes uproblematisk ved SAFE-notes. Dette skyldes, at fremgangsmåden for udstedelsen af SAFE-notes må være den samme som ved udstedelse af konvertible gældsbreve og warrants.<sup>137</sup> Deraf skal kapitalforhøjelsen, der foretages som følge af udnyttelsen af SAFE-noten, først anmeldes på udnyttelsestidspunktet. På dette tidspunkt er det således klart, til hvilken kurs SAFE-konverteringen er sket til.

For konvertible gældsbreve og warrants er der i SL § 173, stk. 2 indsat krav om, at beslutningen om udstedelse heraf skal registreres senest 2 uger efter, at beslutningen er truffet. Idet dette registreringskrav er henset til, at omverdenen skal kunne få indblik i selskabets forhold, vil et lignende krav formentlig gøre sig gældende for SAFE-notes. Dette vil i så fald indebære, at der skal ske registrering af beslutningen om udstedelsen af SAFE-notes, hvilket er uproblematisk.

### 3.5.3. Delkonklusion

Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at den af Y Combinator udviklede SAFE-note, hverken i sin rene form eller med vilkår om Valuation Cap eller Discount, kan anvendes i dansk ret i overensstemmelse med de i selskabsloven fastsatte regler for kapitalforhøjelser.

Først og fremmest angiver SL § 153, stk. 1 udtømmende, hvorledes en kapitalforhøjelse kan foretages. Bestemmelsen begrænser således anvendelsen af andre hybride finansieringsinstrumenter end konvertible gældsbreve og warrants. Da en SAFE-note hverken karakteriseres som et konvertibelt gældsbrev, da der ikke er tale om et gældsinstrument, og ej heller karakteriseres som en warrant, da der ikke er tale om en tegningsret til en allerede fastsat kurs, falder en SAFE-note således uden for de i SL § 153, stk. 1 oplistede kapitalforhøjelsesmetoder.

Såfremt SAFE-notes vil kunne anvendes efter SL § 153, vil udstedelsen af SAFE-notes formentlig skulle følge samme fremgangsmåde som konvertible gældsbreve og warrants, hvorfor det kræves, at der tillige træffes beslutning om den til SAFE-noten tilhørende kapitalforhøjelse. Derved vil der opstå problemer i forhold til beslutningen om kapitalforhøjelsen i selskabet, henset til kravene i SL § 158, nr. 1, 3 og 6.

SL § 158, nr. 1 opfyldes ikke, da der ikke i SAFE-notes angives det mindste og højeste beløb som selskabskapitalen kan forhøjes med, idet det afhænger af konverteringen på tidspunktet for den udløsende begivenhed. Det er imidlertid muligt at efterkomme kravet, om end det vil blive ved angivelse af et illusorisk højeste beløb. SL § 158, nr. 3 stiller krav om, at tegningskursen for konverteringen angives. Efter denne bestemmelse, kan tegningskursen angives som et interval med angivelse af en minimums- og helst en maksimumkurs eller som en beregningsmetode for fastlæggelsen af kursen. SAFE-notes vil derfor kunne leve op til dette krav, omend der er risiko for, at intervallet fastsættes således, at det kan synes illusorisk, og dermed ikke

---

<sup>137</sup> Se afsnit 3.5.2.1

bidrager til at skabe klarhed om forholdene og vilkårene for konverteringen. SL § 158, nr. 6 kan ikke opfyldes, såfremt selskabet anvender flere kapitalklasser. Dette skyldes, at det ikke er muligt at angive til hvilken kapitalklasse, de kapitalandele som SAFE-investoren erhverver skal tilhøre, idet det afhænger af forholdene ved næste kapitalforhøjelse.

Såfremt SAFE-notes skal anvendes i dansk ret, vil det dermed kræve en revidering af de selskabsretlige regler, således at der åbnes op for anvendelsen af andre hybride finansieringsinstrumenter end konvertible gældsbreve og warrants. Sker dette ikke, er der formentlig risiko for, at disse anvendes i en aftalebaseret version, hvorved hensynene til, og beskyttelsen af kreditorer, kapitalejere m.fl. ikke tilgodeses i samme omfang som efter selskabsloven.

### **3.6. Aftalebaserede finansieringsinstrumenter**

Selskabsloven angiver, som nævnt i afsnit 3.4.1.1, forskellige finansieringsinstrumenter som der for anvendelsen af, stilles både materielle og processuelle krav. For at sikre overholdelsen af disse krav, samtidig med, at de respektive parter ønsker at få forhandlet nogle rimelige og fordelagtige aftalevilkår på plads, kræver dette i de fleste tilfælde rådgivningsbistand i større eller mindre omfang. Dette kan medføre en længerevarende og kompleks proces, før finansieringsaftalen er på plads. Deraf ses det i praksis,<sup>138</sup> at der mellem selskabets kapitalejere og en investor indgås investeringsaftaler ved anvendelse af øvrige finansieringsinstrumenter, end de i selskabsloven angivne. Der er som udgangspunkt ikke noget til hinder for en sådan fremgangsmåde, idet aftalefriheden er et grundlæggende princip i dansk ret. Der er dog visse begrænsninger i denne aftalefrihed, herunder i form af præceptiv lovgivning.

#### **3.6.1. Aftalebaserede konvertible gældsbreve**

Et finansieringsinstrument, der ses hyppigt anvendt i praksis,<sup>139</sup> er det aftalebaserede konvertible gældsbrief. Heri ligger, at der oprettes et gældsbrief, hvis hovedsigte er at skaffe kapital til selskabet i form af lån, men hvor der i tilknytning til gældsbriefet er aftalt en konverteringsret for kreditoren. Kreditoren kan således vælge, hvorvidt den pågældende vil kræve lånet tilbagebetalt, eller i stedet konvertere lånet til kapitalandele i selskabet. Eftersom gældsbriefet er et aftalebaseret konvertibelt gældsbrief, betyder det, at parterne heri kan aftale vilkår for et konvertibelt gældsbrief, som ikke følger kravene i selskabsloven, og deraf ikke udgør et konvertibelt gældsbrief i selskabslovens forstand. En sådan aftale er imidlertid stadig bindende, hvorfor det konvertible gældsbrief stadig vil have retsvirkning mellem parterne. Parterne vil i denne henseende være selskabets kapitalejere og kreditoren.

Det aftalebaserede konvertible gældsbrief ses anvendt i praksis, og er derfor også berørt i litteraturen. Henrik Kure angiver blandt andet, at det for aftalebaserede konvertible gældsbreve er muligt at aftale, at långiveren bliver forpligtet til at konvertere fordringen, således at der ikke alene er tale om en ret til konvertering, men derimod en forpligtelse for kreditoren.<sup>140</sup> Da et konvertibelt gældsbrief i selskabslovens forstand alene indeholder en ret til at konvertere fordringen mod selskabet til kapitalandele, vil en decideret konverteringspligt derfor være et aftalebaseret vilkår. Dette understøttes endvidere af, at Erhvervsstyrelsen i deres praksis nægter at registrere en beslutning om udstedelse af et konvertibelt gældsbrief, hvori der består en sådan forpligtelse for indehaveren af det konvertible gældsbrief.<sup>141</sup>

---

<sup>138</sup> Jf. de i afsnit 2.3 omtalte e-mail svar

<sup>139</sup> Jf. de i afsnit 2.3 omtalte e-mail svar

<sup>140</sup> Kure, 2021, s. 214

<sup>141</sup> Se afsnit 3.4.1.2.1

Der er ikke noget til hinder for at oprette et rent aftalebaseret konvertibelt gælds-brev, idet der dog er visse punkter, som parterne skal være særligt opmærksomme på. SL § 168, jf. SL § 167 stiller krav om, at en beslutning om udstedelse af et konvertibelt gælds-brev skal optages i vedtægterne, hvorved parterne og selskabet bindes heraf. Dette er ikke et krav, såfremt der er tale om et aftalebaseret konvertibelt gælds-brev, hvorfor parterne på anden måde, skal forsøge at sikre, at det konvertible gælds-brev får virkning efter sit indhold. I praksis ses det, at der udover lånedokumentet mellem selskabet og kreditoren, tillige oprettes en ejeraftale mellem selskabets kapitalejere. I denne ejeraftale forpligtes kapitalejerne til at stemme for en konvertering af gælden, i henhold til lånedokumentet, på en senere generalforsamling, såfremt kreditoren ønsker at udnytte konverteringsretten.<sup>142</sup> Imidlertid er selskabet ikke bundet af ejeraftalen, jf. SL § 82, hvorfor ejeraftalen alene forpligter kapitalejerne. Derfor kan indehaveren af det aftalebaserede konvertible gælds-brev ikke gøre aftalen gældende overfor selskabet, idet der mellem indehaveren og selskabet alene består et almindeligt gældsforhold uden konverteringsret. Dette medfører, at såfremt en kapitalejer ikke overholder forpligtelsen i henhold til ejeraftalen, og konverteringen af gælden til kapitalandele ikke gennemføres, kan der alene blive tale om en civilretlig tvist mellem kapitalejeren og kreditoren. Heri ligger, at de almindelige erstatningsbetingelser skal være opfyldt, før kreditoren kan tilkendes erstatning. Det skal af kreditoren således kunne dokumenteres, i) at der foreligger et ansvarsgrundlag, ii) at kreditoren har lidt et tab, iii) at der er adækvans og iv) at der er kausalitet. For så vidt angår betingelse ii), at kreditoren har lidt et tab, vil kreditoren af det aftalebaserede konvertible gælds-brev, alt andet lige, få svært ved at løfte bevisbyrden. Det skyldes, at det vil være svært for kreditoren at bevise, at han har lidt et tab ved at få lånet tilbagebetalt, fremfor at blive kapitalejer. Et sådant bevis må alene kunne bestå af en hypotetisk udregning af, hvordan et eventuelt afkast af kapitalandelene på sigt vil tage sig ud. Hvorledes en sådan hypotetisk udregning vil kunne tillægges en bevismæssig værdi, må anses som meget tvivlsomt.

### **3.6.2. Konsekvensen af anvendelsen af rent aftalebaserede finansieringsinstrumenter**

Aftalebaserede konvertible gælds-breve kan, som nævnt, medføre store konsekvenser for indehaveren af det konvertible gælds-brev, såfremt der sker misligholdelse af aftalen. Dette skyldes, at der ikke mellem selskabet og investoren er noget retligt grundlag for den konverteringsret, som giver kreditoren ret til at konvertere fordringen mod selskabet til kapitalandele i selskabet. Da der som nævnt ikke skal ske registrering af udstedelsen af det aftalebaserede konvertible gælds-brev, mangler der ved anvendelsen af dette finansieringsinstrument iagttagelse af den transparens, som man i øvrigt forsøger at opretholde i det danske selskabsretlige system.

Lignende overvejelser kan gøre sig gældende i forhold til anvendelsen af øvrige hybride finansieringsinstrumenter, som grundet den manglende lovregulering, ikke registreres hos Erhvervsstyrelsen. Derved kan et selskab have opnået finansiering i henhold til civilretlige aftaler, hvoraf omfanget og konsekvenserne kan være svære at klarlægge for henholdsvis kapitalejere, kreditorer og investorer. Dette medfører, at hensynet til transparens ikke kan imødekommes, og det herefter kan være svært at vurdere, hvordan selskabets reelle forhold tager sig ud.

## **4. 2. Selskabsdirektiv**

Da det i afsnit 3.5.3 konkluderes, at SAFE-notes ikke kan udstedes i overensstemmelse med den danske selskabslov, er det således relevant at se på, hvorvidt de EU-retlige regler stiller samme hindringer for anvendelsen.

---

<sup>142</sup> Ved konverteringen skal bestemmelsen i SL § 161 om konvertering af gæld iagttages

#### 4.1. Baggrund og formål

Danmark har med hjemmel i grundlovens § 20, stk. 1 overladt suverænitet til EU. Dette indebærer, at Danmark er underlagt de regler, som vedtages i EU-regi, herunder reglerne på det selskabsretlige område. I EU har der været et ønske om en harmonisering af de selskabsretlige regler i EU-medlemslandene. Dette skyldes dels et hensyn til etableringsretten, og dels et ønske om at gøre det muligt for europæiske selskaber at foretage grænseoverskridende omstruktureringer.<sup>143</sup>

Ønsket med harmoniseringen bestod tillige i, at man ville undgå en Delaware-effekt.<sup>144</sup> Delaware-effekten er et amerikansk fænomen, som ligeledes har været debatteret i Europa. Problematikken ved Delaware-effekten er, at som følge af, at selskaber kan flytte og virke over landegrænser, kan selskaberne vælge mellem forskellige selskabsretlige regler og systemer, som således skal finde anvendelse for det pågældende selskab. Heraf vil der kunne opstå en konkurrencesituation, hvor medlemslandene konkurrerer om at tiltrække selskaber, ved at have de mest fordelagtige regler. Dette vil i flere henseender være de mindst byrdefulde regler for selskabet. Delaware-effekten kan derfor have den negative virkning, at hensynene bag de selskabsretlige regler i medlemslandene tilsidesættes, for at kunne have de lempeligste regler, og dermed tiltrække selskaber.<sup>145</sup>

Harmoniseringen af EU-medlemslandenes selskabslovgivning kan derfor også begrundes i et ønske om, at reglerne i medlemslandene skal være lige byrdefulde. Heri ligger eksempelvis, at det ikke er ønskværdigt, at nogle medlemslande har en vidtgående beskyttelse af minoritets ejere og kreditorer, mens andre medlemslandes selskabslovgivning er mere præget af særligt liberale regler. Sådanne forskelle i reglerne vil også besværliggøre selskabernes mulighed for grænseoverskridende etablering og omstrukturering.<sup>146</sup>

På baggrund heraf har man i EU-retten udarbejdet en række direktiver, der skal ensarte de selskabsretlige regler i medlemslandene. Nedenfor oplistes de gennemførte direktiver, som i dag er gældende på det selskabsretlige område. Hertil bemærkes, at der har været fremsat forslag til øvrige direktiver, som dog alene forblev udkast.

Direktiv 2017/1132, i øvrigt omtalt Selskabsdirektivet, kodificerer henholdsvis:

1. selskabsdirektiv (publicitetsdirektivet)
2. selskabsdirektiv (kapitaldirektivet)
3. selskabsdirektiv (fusionsdirektivet)
6. selskabsdirektiv (spaltningsdirektivet)
10. selskabsdirektiv (om grænseoverskridende fusioner)
11. selskabsdirektiv (om enkeltmandsselskaber)<sup>147</sup>

Valget af direktiv som retsakt medfører, at de heri indeholdte retsakter er bindende for medlemslandene, idet medlemslandene dog har indflydelse på, hvordan disse skal implementeres i det respektive lands nationale lovgivning. Dette gælder både i forhold til form og ordlyd. Idet de nævnte direktiver er minimumsdirektiver, har de nationale myndigheder mulighed for at skærpe de i direktiverne indeholdte krav.

---

<sup>143</sup> Sørensen & Danielsen, 2022, s. 802

<sup>144</sup> Ibid.

<sup>145</sup> Sørensen K. E., 2021, s. 321

<sup>146</sup> Werlauff, EU-selskabsret, 2002, s. 38

<sup>147</sup> Sørensen & Danielsen, 2022, s. 810



I forhold til reglerne om kapitalforhøjelse er det relevante direktiv, 2. selskabsdirektiv, hvortil der i det efterfølgende henvises. Det skal dog hertil bemærkes, at reglerne ligeledes fremgår af kodificeringen ved Selskabsdirektivet.

De EU-retlige selskabsdirektiver sonderer mellem det private og offentlige selskab, det vi i dansk ret benævner henholdsvis anpartsselskabet og aktieselskabet. Selskabsdirektiverne indeholder en omfattende regulering af de offentlige selskaber, hvorimod der alene foreligger en begrænset regulering af de private selskaber. Dette begrundes med, at de private selskaber, ikke på samme måde som offentlige selskaber, har mulighed for at henvende sig til offentligheden, for at opnå investeringer. Private selskaber er således mere afhængige af et personligt kendskab til sine investorer, hvorfor man har konstateret, at risikoen for svig er mindre i disse tilfælde, fremfor i det offentlige selskab, hvor selskabet antageligt ikke har et personligt kendskab til sine investorer.<sup>148</sup>

Ovenstående opfattelse ligger dermed bag 2. selskabsdirektiv, hvilket indebærer, at 2. selskabsdirektiv ikke finder anvendelse på private selskaber, hvorfor de nedenfor omtalte præceptive reguleringer alene gælder offentlige selskaber.<sup>149</sup>

## **4.2. 2. Selskabsdirektivs regler om kapitalforhøjelse**

### **4.2.1. Generelt**

2. selskabsdirektiv har til formål at sikre fælles regler i medlemslandene for aktieselskabers kapital. I 2. selskabsdirektiv findes derfor regler, som skal beskytte såvel aktionærernes som kreditorernes interesse i forhold til tilvejebringelse af kapital ved stiftelsen af selskabet, og endvidere vedrørende opretholdelse og forhøjelse eller nedsættelse af selskabskapitalen.<sup>150</sup>

I direktivet stilles krav om offentliggørelse af kapitalforholdene i selskabet, således at disse forhold er tilgængelige for dem, der måtte være interesserede heri.<sup>151</sup> Dette er med til at skabe klarhed over ejerforholdene i selskabet, samt klarhed over, hvorledes selskabet er finansieret. Oplysninger herom kan være afgørende for, hvorvidt en ny aktør, i form af en aktionær eller kreditor, ønsker at interagere med selskabet, hvorfor også EU-retten iagttager hensynet til transparens.

2. selskabsdirektivs regler for kapitalforhøjelse findes først og fremmest i direktivets art. 25. Af art. 25, nr. 1 fremgår, at enhver kapitalforhøjelse som udgangspunkt skal vedtages af generalforsamlingen. Art. 25, nr. 2 oplister imidlertid tilfælde, hvorved dette udgangspunkt modificeres. Efter denne bestemmelse er der mulighed for, at der i vedtægterne eller i stiftelsesoverenskomsten gives bemyndigelse til et andet selskabsorgan. En sådan bemyndigelse medfører, at det bemyndigede selskabsorgan kan træffe beslutning om kapitalforhøjelse inden for et fastsat maksimumbeløb. Bemyndigelsen til et andet selskabsorgan kan ligeledes udstedes af generalforsamlingen, idet deres bemyndigelse til selskabsorganet dog skal offentliggøres i overensstemmelse med art. 25, nr. 1. Kravet om offentliggørelsen af bemyndigelsen, såfremt denne gives i vedtægterne eller stiftelsesoverenskomsten, opfyldes som følge af dokumenttypen, idet disse skal registreres i et offentligt register, jf. 1. selskabsdirektiv art 3, nr. 2, jf. art. 2, nr. 1, litra a.

---

<sup>148</sup> Bet. nr. 1498/2008, s. 34-36

<sup>149</sup> Ibid. s. 34-36

<sup>150</sup> 2. selskabsdirektiv, præambel

<sup>151</sup> Ibid.

I art. 25, nr. 2 er der ikke fastsat yderligere om, til hvilket selskabsorgan ovennævnte bemyndigelse kan udstedes. Det er derfor op til national ret at bestemme, hvilket selskabsorgan(er), der kan bemyndiges til at træffe beslutning om kapitalforhøjelse i selskabet. Herved imødekommer reglerne de forskellige ledelsesmodeller, der anvendes i de respektive medlemslande. I dansk ret er det således op til den danske lovgivningsmagt at beslutte, om bemyndigelsen skal udstedes til bestyrelsen, tilsynsrådet eller direktionen. Det er herefter besluttet, at bemyndigelsen kan ske til "Det centrale ledelsesorgan", jf. SL § 155, hvilket vil sige enten bestyrelsen eller direktionen, jf. SL § 5, nr. 4. Dette imødekommer således de forskellige ledelsesstrukturer, der fremgår af SL § 111. Såfremt der efter art. 25, nr. 2 gives bemyndigelse til et andet selskabsorgan, kan denne ikke gives for en periode på længere end 5 år jf. bestemmelsens tredje led. Denne periode kan dog med en generalforsamlingsbeslutning forlænges, idet perioden dog aldrig kan forlænges mere end 5 år ad gangen.

Af art. 25, nr. 3 følger, at beslutningen om kapitalforhøjelse i alle tilfælde skal respektere aktieklasserne i selskabet, således at de aktionærer, hvis retsstilling forringes, skal stemme herom. For at tilgodese de øvrige aktionærer følger det endvidere af art. 29, nr. 1, at eksisterende aktionærer som udgangspunkt har en fortegningsret til tegning af nye aktier ved kapitalforhøjelse i selskabet ved kontant indskud.

Fortegningsretten kan imidlertid fraviges efter art. 29, nr. 4. En beslutning herom skal træffes på generalforsamlingen med minimum 2/3 flertal af de repræsenterede stemmer eller af den repræsenterede kapital, jf. art. 29, nr. 4, jf. art. 40, nr. 1. En sådan fravigelse af fortegningsretten er kun gældende, hvis den er besluttet for en konkret kapitalforhøjelse, idet det ikke er muligt at beslutte en generel fravigelse af fortegningsretten, jf. art. 29, nr. 4, første led. En generel fravigelse af fortegningsretten er dog mulig i de tilfælde, hvor selskabets kapital er opdelt i aktieklasser efter art. 29, nr. 2, litra b, således at aktionærerne i én aktieklasse har fortrinsret til tegning i den pågældende aktieklasse, som de nytegnede aktier skal tilhøre, forud for aktionærerne i en anden aktieklasse.

Den konkrete fravigelse af fortegningsretten, som kan besluttes efter art. 29, nr. 4, er dog betinget af, at selskabets direktions- eller tilsynsorgan skriftligt redegør for årsagerne for fravigelsen, samt den foreslåede tegningskurs. Formålet med den skriftlige redegørelse er at sikre, at generalforsamlingen kan træffe beslutningen om fravigelsen af fortegningsretten på et oplyst grundlag.<sup>152</sup>

#### **4.2.2. Værdipapirer med tilknyttet tegnings- eller konverteringsret**

2. selskabsdirektivs regler for kapitalforhøjelse gælder tillige for udstedelse af værdipapirer, til hvilken der er tilknyttet en tegnings- eller konverteringsret. Dette fremgår udtrykkeligt af art. 25, nr. 4 og art. 29, nr. 6. For at et værdipapir omfattes heraf, kræver det, at der til værdipapiret er knyttet en ret til enten i) at tegne aktier i selskabet, eller ii) at konvertere værdipapiret til aktier i selskabet. Det er i denne forbindelse uden betydning, om der er tale om et låneforhold eller om der i stedet er tale om udstedelse af warrants.<sup>153</sup>

Det gælder dermed, at 2. selskabsdirektiv giver mulighed for, at der udstedes værdipapirer, som kan konverteres til aktier eller giver mulighed for tegning af aktier, forudsat, at de øvrige regler i direktivet om kapitalforhøjelse overholdes. Heraf følger således, at der ved udstedelsen

<sup>152</sup> Werlauff, EU-selskabsret, 2002, s. 241

<sup>153</sup> Ibid. s. 225

af værdipapirer, med en tilknyttet tegnings- eller konverteringsret, samtidig skal træffes beslutning om en kapitalforhøjelse i selskabet.

Når reglerne om kapitalforhøjelse ligeledes finder anvendelse på værdipapirer, hvortil der er tilknyttet en tegnings- eller konverteringsret, skal dette sikre, at beskyttelseshensynet til aktionærerne og kreditorerne også tilgodeses i sådanne tilfælde. Indehaveren af et sådant værdipapir har en ret til at blive aktionær i selskabet, hvilket vil få betydning for de eksisterende aktionærs ejerforhold. Det kan derudover også have betydning for, hvorvidt en eventuel ny aktionær ønsker at investere i selskabet, da der på sigt er risiko for at få udvandet sine ejerandele. Af den grund er det essentielt for både eksisterende og nye aktionærer, at man har mulighed for at få viden om, at der på et senere tidspunkt kan ske en tegning af aktier eller en konvertering til aktier, som ændrer ejerforholdene i selskabet. Denne offentlighed sikres blandt andet ved, at art. 25, nr. 1 og nr. 2, tilsvarende finder anvendelse for værdipapirer med en tilknyttet tegnings- eller konverteringsret.

For så vidt angår muligheden for at bemyndige et andet selskabsorgan til at træffe beslutning om en kapitalforhøjelse, fremgår det, som nævnt, af 2. selskabsdirektivs art. 25, nr. 2, 3. pkt., at bemyndigelsen ikke kan gives for en periode, der overstiger 5 år. Denne regel finder tillige anvendelse på værdipapirer med en tilknyttet tegnings- eller konverteringsret. 5-års reglen medfører derfor, at det bemyndigede selskabsorgan ikke må vente mere end 5 år, førend de benytter deres bemyndigelse til at udstede et sådant værdipapir. 5-års reglen sætter dog ikke nogen ramme for, hvor længe der efter udstedelsen af værdipapiret må gå, førend tegningen eller konvertering foretages, jf. art. 25, stk. 4 in fine. Der er således ikke noget i EU-retten, som hindrer, at det udstedte værdipapir, med en tilknyttet tegnings- eller konverteringsret, først udnyttes senere end 5 år efter udstedelsen af bemyndigelsen.

At 2. selskabsdirektivs regler om kapitalforhøjelse tillige finder anvendelse på udstedelse af værdipapirer, hvortil der er tilknyttet en tegnings- eller konverteringsret, medfører også, at aktionærernes forholdsmæssige fortegningsret, samt muligheden for at foreskrive principal klassevis fortegningsret forud for øvrige aktionærers fortegningsret, skal iagttages ved udstedelsen af værdipapiret, jf. art. 29, nr. 6. På samme måde som en almindelig kapitalforhøjelse, kan fortegningsretten dog fraviges konkret jf. art. 29, nr. 4.

De ovenfor nævnte regler synes at åbne op for en bred anvendelse af hybride finansieringsinstrumenter i EU-regi, idet direktivet ikke nærmere angiver, hvad der skal forstås ved værdipapirer med en tilknyttet tegnings- eller konverteringsret.

### **4.3. Kan SAFE-notes udstedes i overensstemmelse med 2. selskabsdirektiv**

SAFE-notes er, som nævnt tidligere, en aftale om, at en investor indskyder kapital i det SAFE-udstedende selskab, mod at få ret til på et senere tidspunkt at konvertere sin investering i selskabet til kapitalandele, til en på dette tidspunkt fastsat kurs.

Herved opstår spørgsmålet om, hvorvidt SAFE-notes kan karakteriseres som et værdipapir med en tilknyttet tegnings- eller konverteringsret, og dermed kan omfattes af bestemmelsen i 2. selskabsdirektiv art. 25, nr. 4.

Ved fortolkningen af EU-retsregler, som foretages af EU-Domstolen, tages der udgangspunkt i en ordlydsfortolkning af retsreglen. Såfremt dette ikke skaber fornøden klarhed om, hvorledes retsreglen skal forstås, foretages der endvidere en formålsfortolkning. EU-Domstolens fortolk-

ningsstil karakteriseres som dynamisk, hvilket adskiller sig fra den fortolkningsstil, vi almindeligvis anvender i Danmark. Dette indebærer, at EU-Domstolen fortolker retsreglerne i overensstemmelse med udviklingen i samfundet, hvorfor reglerne tilpasses “present-day-conditions”.<sup>154</sup>

Karakteriseringen af, hvad der skal forstås ved et værdipapir med en tilknyttet tegningsret, foretages derfor ud fra en ordlydsfortolkning, idet man ikke som i dansk ret anvender forarbejder til at klarlægge, hvad der hermed menes. Dette skyldes, at forarbejderne til EU-reglerne oftest er forhandlingsdokumenter, som ikke er offentligt tilgængelige, hvorfor de ikke kan anvendes som fortolkningsbidrag.

Et værdipapir betegnes i almindelighed som et bevis for et ejerskab, et tilgodehavende eller en ret. SAFE-notes betegnes, som nævnt i afsnit 3.1.3, ikke som et gældsinstrument, da der ikke i aftalen er en tilbagebetalingsforpligtelse. SAFE-investoren har således ikke et tilgodehavende på kapital, som kan kræves indløst til enhver tid. Dette skyldes, at SAFE-investorens tilgodehavende først aktualiseres ved den udløsende begivenhed, såfremt en sådan indtræder. SAFE-notes kan i stedet betegnes som et finansieringsinstrument, hvor SAFE-noten er udtryk for en ret til at konvertere det indskudte beløb til kapitalandele på tidspunktet for den udløsende begivenhed. Spørgsmålet er herefter, om den i SAFE-notes aftalte ret til konvertering er nok til at anse aftalen for at være et værdipapir.

Som argument for, at SAFE-notes kan anses som et værdipapir, kan nævnes, at en warrant anses som et værdipapir. Forskellen på SAFE-notes og warrants er imidlertid, at en warrantindehaver har en ret til at erhverve kapitalandele, såfremt det ønskes. Tegningsretten i en warrant er således ikke, på samme måde som konverteringsretten i SAFE-notes, afhængig af, at en bestemt begivenhed indtræder. Det er dog i praksis accepteret, at man i en warrantaftale kan fastsætte visse betingelser, som skal være opfyldt, førend tegningsretten træder i kraft. I sådanne tilfælde har warrantindehaveren således ikke en ubetinget ret til at udnytte tegningsretten, såfremt det ønskes. Som følge heraf, skal SAFE-notes ligeledes anses som et værdipapir, og derfor anses for omfattet af 2. selskabsdirektivs art. 25, nr. 4. Dette indebærer, at SAFE-notes kan udstedes i overensstemmelse med denne bestemmelse, hvilket medfører, at der på udstedelsestidspunktet samtidig skal træffes beslutning om kapitalforhøjelse, hvorfor de hertil hørende regler ligeledes skal iagttages.

Efter 2. selskabsdirektiv art. 25, nr. 1 stilles der krav om, at en beslutning om kapitalforhøjelse som udgangspunkt skal vedtages af generalforsamlingen og endvidere, at denne beslutning skal offentliggøres. Derved kan SAFE-notes udstedes af selskabet, såfremt beslutningen vedtages af generalforsamlingen, og efterfølgende registreres, således at det er offentligt tilgængeligt, at en sådan aftale er indgået jf. 2. selskabsdirektiv art. 25, nr. 4 jf. nr. 1.

I tilknytning hertil følger det af 2. selskabsdirektiv art. 29, nr. 6, at fortegningsretten ved tegning af nye aktier for eksisterende aktionærer også gælder, når der udstedes værdipapirer, som kan konverteres til aktier, eller til hvilke der er knyttet en tegningsret. Dette medfører som udgangspunkt, at fortegningsretten ligeledes skal iagttages ved udstedelsen af SAFE-notes. Det bemærkes dog, at denne fortegningsret kan fraviges ved en konkret beslutning herom af generalforsamlingen jf. 2. selskabsdirektivs art. 29, nr. 4. Dermed kan generalforsamlingen ved udstedelsen af SAFE-notes fravige fortegningsretten, såfremt generalforsamlingen samtidig med udstedelsen af SAFE-notes træffer beslutning herom.

---

<sup>154</sup> Sørensen & Danielsen, 2022, s. 117-120

I 2. selskabsdirektiv art. 25, nr. 3 angives, at såfremt der i selskabet findes flere aktieklasser, vil der skulle foretages en særskilt afstemning vedrørende kapitalforhøjelsen for de respektive aktieklasser. Det er i denne forbindelse tilstrækkeligt, at det udelukkende er i de aktieklasser, hvori aktionærernes retsstilling forringes ved kapitalforhøjelsen, at en afstemning foretages. Ved udstedelsen af SAFE-notes kan dette være problematisk. Dette skyldes, at det på udstedelsestidspunktet oftest ikke ligger fast, hvorvidt de aktier SAFE-investoren kan erhverve ved konverteringen, skal tilhøre en bestemt aktieklasse eller en eventuelt nyetableret aktieklasse.

Ovenstående krav kan dog imødekommes, såfremt der indhentes samtykke fra aktionærerne i de respektive aktieklasser, hvis der er sådanne. Da SAFE-notes primært anvendes som venturerekapital vil dette ofte ikke blive et problem, idet det udstedende selskab i denne fase, ofte ikke vil have forskellige aktieklasser. Derudover skal der ved udstedelsen i alle tilfælde tages højde for, at aktionærer i samme situation skal behandles lige, jf. 2. selskabsdirektiv art. 42.

Ud fra ovenstående er der dermed ikke noget til hinder for anvendelsen af SAFE-notes, ud fra de i 2. selskabsdirektivs fastsatte minimumsregler.

#### **4.4. Forskellen på reglerne i 2. selskabsdirektiv og selskabsloven**

Hvor 2. selskabsdirektivs regler alene finder anvendelse på aktieselskaber, har man i forbindelse med udarbejdelsen af den danske selskabslov fundet det hensigtsmæssigt at lave en ensretning af reglerne for anparts- og aktieselskaber.<sup>155</sup> Således omhandler flere af selskabslovens bestemmelser både anpartsselskaber og aktieselskaber, herunder også de bestemmelser, der implementerer 2. selskabsdirektiv. I visse af selskabslovens bestemmelser er det dog udtrykkeligt statueret, at den pågældende regel alene finder anvendelse for henholdsvis aktieselskaber eller anpartsselskaber.<sup>156</sup>

Hvis man ser på reglerne om kapitalforhøjelse i selskabsloven, sammenholdt med reglerne om kapitalforhøjelse i 2. selskabsdirektiv, ses det, at lovgivningsmagten i Danmark har valgt at vedtage strengere regler, end de i 2. selskabsdirektiv fastsatte minimumskrav.

SL § 153, stk. 1 opregner udtømmende mulighederne for at foretage en kapitalforhøjelse, hvilket ifølge bestemmelsen er i) tegning af nye kapitalandele, ii) overførsel af selskabets reserver til selskabskapital ved fondsforhøjelse eller, iii) udstedelse af konvertible gældsbreve eller warrants. Der findes ikke en lignende bestemmelse i 2. selskabsdirektiv, hvorfor der ikke fremgår en udtømmende opstilling over, på hvilke måder en kapitalforhøjelse kan ske. 2. selskabsdirektiv angiver i stedet overordnet, at en kapitalforhøjelse kan ske ved indskud af kontanter, ved indskud af andre værdier end kontanter, eller ved værdipapirer til hvilke der er tilknyttet en tegnings- eller konverteringsret. Derudover henvises der i reglerne om kapitalforhøjelse i 2. selskabsdirektiv til, at disse gælder for "enhver kapitalforhøjelse", hvilket indikerer et bredt anvendelsesområde. Den danske selskabslov foretager dermed med SL § 153 en præcisering af 2. selskabsdirektivs mere brede formulering i forhold til, på hvilke måder en kapitalforhøjelse kan foretages, herunder hvilke typer af værdipapirer med en tilknyttet tegnings- eller konverteringsret, der gyldigt kan udstedes.

2. selskabsdirektiv fastsætter regler om, hvilket ledelsesorgan der som udgangspunkt skal træffe beslutningen om kapitalforhøjelsen i selskabet, og hvilke regler der gælder i forhold til

---

<sup>155</sup> Se afsnit 3.3.2

<sup>156</sup> Eksempelvis SL § 156 for aktieselskaber og § 187 for anpartsselskaber

offentliggørelse heraf. Ser man på selve formkravene til generalforsamlingsbeslutningen om kapitalforhøjelsen, er der ikke i 2. selskabsdirektiv en opregning af, hvilket indhold denne beslutning skal have. Når der i SL § 158 oplistes en række minimumskrav til indholdet af generalforsamlingsbeslutningen, bygger det således ikke på en direktivbestemmelse. De i SL § 158 indeholdte krav, som kan være en hindring for anvendelsen af SAFE-notes efter selskabsloven,<sup>157</sup> er derfor ikke tilsvarende et problem efter 2. selskabsdirektiv.

#### 4.5. Delkonklusion

Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at reglerne i den danske selskabslovs kap. 10 stiller strengere krav for kapitalforhøjelse, end de regler, som følger af 2. selskabsdirektiv. Hvor den danske selskabslov i § 153, stk. 1 udtømmende angiver, hvorledes en kapitalforhøjelse kan ske, er der efter 2. selskabsdirektiv ikke tilsvarende begrænsninger, idet der heri alene henvises til, at reglerne gælder for “enhver kapitalforhøjelse”. Hvad der nærmere forstås herved, fremgår ikke. Derved er mulighederne for anvendelse af hybride finansieringsinstrumenter større efter 2. selskabsdirektiv, idet der her angives, at kapitalforhøjelsesreglerne finder anvendelse på *“alle værdipapirer, som kan konverteres til aktier, eller til hvilke der er knyttet en tegningsret til aktie”*<sup>158</sup> hvilket ikke, som SL § 153, stk. 1, nr. 3, begrænser anvendelsen af hybride finansieringsinstrumenter til konvertible gældsbreve og warrants.

Endvidere konkluderes det, at SL § 158, nr. 3, vedrørende angivelsen af tegningskursen i beslutningen om kapitalforhøjelsen, ikke er baseret på en direktivbestemmelse, hvorfor anvendelsen af SAFE-notes således vil kunne ske efter 2. selskabsdirektiv uden samme betænkeligheder, som angivet i afsnit 3.5.3. Tilsvarende gør sig gældende for SL § 158, nr. 1. Dette begrundes med, at der efter 2. selskabsdirektiv ikke stilles krav om angivelse af tegningskurs som i SL § 158, nr. 3, eller om angivelse af det mindste og højeste beløb som selskabskapitalen skal kunne forhøjes med som i SL § 158, nr. 1. Derudover stilles der ikke krav om angivelse af aktieklasser, som nævnt i SL § 158, nr. 6, hvilket ligeledes kan udgøre en hindring for anvendelsen af SAFE-notes i dansk ret. Deraf vil SAFE-notes, som udviklet af Y Combinator, kunne anvendes i overensstemmelse med 2. selskabsdirektiv, såfremt beslutningen om udstedelsen heraf samtidig offentliggøres.

### 5. Skatteretlige betragtninger vedrørende SAFE-notes

#### 5.1. Indledning til SKAT

SAFE-notes er ligesom øvrige finansieringsinstrumenter underlagt en skattemæssig behandling. For SAFE-notes er det endnu uafklaret, hvordan finansieringsinstrumentet rent skatteretligt skal behandles, herunder til hvilke skatteretlige regler finansieringsinstrumentet skal henføres.

Nedenfor angives alene de skatteretlige overvejelser i forhold til karakteriseringen af SAFE-notes, idet der ikke i nærværende speciale tages stilling til, hvordan SAFE-notes bør karakteriseres skatteretligt. Det bemærkes i tilknytning hertil, at det alene er de skattemæssige overvejelser vedrørende investorens gevinst, som behandles.

Den skattemæssige karakterisering har stor betydning for, om en investor ønsker at foretage en investering ved anvendelse af SAFE-notes. Dette skyldes, at alt efter hvordan SAFE-notes karakteriseres skatteretligt, vil beskatningen heraf ske efter forskellige skatteretlige regler, hvilket

---

<sup>157</sup> Se afsnit 3.5.2.3

<sup>158</sup> 2. selskabsdirektiv, art. 25, nr. 4

har betydning for skatteprocentsatsen. Der er således risiko for, at karakteriseringen vil medføre en høj beskatning, som gør det mindre attraktivt at anvende SAFE-notes. Af den grund er usikkerhederne forbundet med den skattemæssige behandling et parameter, som alt andet lige, afholder både selskaber og investorer fra at anvende SAFE-notes. Dette bekræftes i tilbagemeldingen fra de adspurgte advokatselskaber, investeringsselskaber, investeringsnetværk og rådgivningsselskaber, vedrørende efterspørgslen på SAFE-notes.<sup>159</sup>

For fysiske personer har den skatteretlige karakterisering stor betydning, da skatteprocentsatsen er forskellig, alt efter hvilken skattemæssig behandling SAFE-notes underlægges. Til illustration beskrives forskellene i visse skatteprocentsatser nedenfor.

Såfremt SAFE-notes henføres til den personlige indkomst efter personskatteovens<sup>160</sup> § 3, vil skatteprocentsatsen blive fastlagt ud fra investorens formueforhold. Såfremt det lægges til grund, at pågældende er topskatteyder, er skatteloftet på 52,07 pct. (2023).<sup>161</sup>

Hvis SAFE-notes i stedet henføres til kapitalindkomsten efter PSL § 4, stk. 3, vil kursgevinster og kurstab for SAFE-investoren indgå i den pågældendes skattepligtige almindelige indkomst. Beskatningen vil herefter blive fastsat ud fra realisationsprincippet, og opgøres som forskellen mellem anskaffelsessummen og afståelsessummen for aktivet. Såfremt det lægges til grund, at pågældende er topskatteyder, er skatteloftet her på 42 pct. (2023).<sup>162</sup>

Den mest hensigtsmæssige skatteretlige karakterisering vil for SAFE-investoren være, såfremt SAFE-notes henføres til aktieindkomst efter aktieavancebeskatningsloven.<sup>163</sup> Dette skyldes, at aktieindkomsten efter PSL § 4 a ikke indgår i den skattepligtige almindelige indkomst efter PSL § 4 a, stk. 5, idet der heraf sker en særskilt kildeindkomstbeskatning. Det skattepligtige beløb efter aktieavancebeskatningsloven opgøres som en avanceopgørelse efter gennemsnitsmetoden mellem afståelsessummen og den gennemsnitlige anskaffelsessum. Efter PSL § 8 a vil beskatningen af aktieindkomsten udgøre 27 pct., såfremt aktieindkomsten ikke overstiger et grundbeløb på 58.900 kr. (2023) og 42 pct., af den del af aktieindkomsten, som måtte overstige dette grundbeløb.<sup>164</sup>

Hvorledes investeringen i selskabet skattemæssigt skal karakteriseres behandles ikke i nærværende speciale. Det skal dog hertil tilføjes, at der ligeledes foreligger en betydelig uklarhed omkring, hvordan investeringen skal behandles i selskabet, herunder om investeringen skal henføres til i) egenkapital, hvorved investeringen er skattefri for selskabet, eller til ii) selskabets skattepligtige indkomst. Karakteriseringen er dermed af væsentlig betydning for selskabet, ligesom en SAFE-investor ej heller vil anse det for hensigtsmæssigt, at investeringen beskattes. Problemstillingen belyses kort i Jacob Bundgaards artikel *“Note alternative securities – Lidt om Simple Agreement for Future Equity (SAFE’s) og skattesystemets udfordringer med innovative finansieringsinstrumenter”*. Af artiklen fremgår det, at usikkerheden nærmere grunder i, at der er tvivl om, hvorvidt investeringen skal anses som en skattefri overkurs, jf. statsskatteovens<sup>165</sup> § 4, samt selskabsskatteoven<sup>166</sup> § 13, stk. 1, nr. 1, som et skattepligtigt tilskud, jf.

---

<sup>159</sup> Se afsnit 2.3

<sup>160</sup> Herefter benævnt PSL

<sup>161</sup> Skatteministeriet, 2022

<sup>162</sup> Skatteministeriet, 2022

<sup>163</sup> Herefter benævnt ABL

<sup>164</sup> Skatteministeriet, 2022

<sup>165</sup> Herefter benævnt SSL

<sup>166</sup> Herefter benævnt SEL

SSL § 4 eller som et indskud af anlægskapital, jf. SSL § 5 a. Dette vil dog ikke blive behandlet nærmere i nærværende speciale.

## 5.2. Sammenspillet mellem selskabsretten og skatteretten

Selskabsretten og skatteretten er to ligeordnede retsdiscipliner, hvorfor den ene ikke har forrang frem for den anden. De to retsområder har dog imidlertid et væsentligt sammenspil med hinanden, hvilket findes relevant at klarlægge.

Både selskabsretten og skatteretten henhører under civilretten, hvorfor begge retsområder bygger på samme overordnede værdigrundlag, privatautonomien, hvilket i høj grad kommer til udtryk ved civilrettens aftalefrihed.<sup>167</sup> Udgangspunktet er således, at den pågældende har selvbestemmelse i forhold til, hvilke aftaler man vil indgå samt aftalens indhold.

Selvom civilrettens grundlag kan karakteriseres som værende privatautonomien, er dette alene det overordnede grundlag. De forskellige retsområder inden for civilretten har herunder hver deres værdigrundlag og grundlæggende hensyn.<sup>168</sup>

Det grundlæggende hensyn i selskabsretten er således privatautonomien, idet aftalefriheden er essentiel. Imidlertid er dette hensyn indskrænket, da selskabsretten sigter mod at beskytte forskellige interesser. Selskabsretten tager således både hensyn til kapitalejernes, investorernes, kreditorernes, medarbejdernes og samfundets interesser. Særligt investorhensynet er et grundlæggende hensyn i den danske selskabsret. Investorhensynet medfører blandt andet, at dansk selskabslovgivning skal beskytte imod, at en investor foretager en investering på et fejlagtigt eller misvisende grundlag. Dette ses særligt ved reglerne om offentliggørelse af visse beslutninger, eksempelvis SL § 173 om offentliggørelse af en beslutning om kapitalforhøjelse i selskabet.<sup>169 170</sup>

De i skatteretten bærende hensyn adskiller sig fra, hvad vi ellers ser af hensyn i civilretten. Skattelovgivningens formål kan overordnet udtrykkes som at sikre en effektiv udnyttelse af landets ressourcer, herunder at landets ressourcer fordeles retfærdigt.<sup>171</sup>

Skatterettens hovedopgave er at beskatte skattesubjekternes indkomst og formue. Imidlertid fastlægges skattesubjekternes indkomst og formue på baggrund af civilretlige, herunder selskabsretlige, aftaler. Beskatningen afhænger således af de bagvedliggende civilretlige kvalifikationer, hvorfor den civilretlige kvalifikation vil have en præjudiciel betydning for den skatteretlige kvalifikation.<sup>172</sup> Det er ligeledes i den juridiske litteratur konstateret, at det er usikkert og u hensigtsmæssigt, såfremt der i høj grad er uoverensstemmelse mellem forståelsen af det samme begreb inden for skatteretten og inden for de øvrige civilretlige retsområder, herunder selskabsretten.<sup>173</sup> Det må derfor også være lovgivers intention, at begreberne stemmer overens, således at retssikkerheden ikke lider skade.

---

<sup>167</sup> Bundgaard, 2006, s. 136

<sup>168</sup> Ibid., s. 137

<sup>169</sup> Bundgaard, 2006, s. 139

<sup>170</sup> Lovforslag nr. L 170, ad § 173

<sup>171</sup> Skatteretten 1, 2021, s. 50-51

<sup>172</sup> Skatteretten 1, 2021, s. 67-71

<sup>173</sup> Se blandt andet Vinther & Werlauff, 2003



Ovenstående er dermed udtryk for, at der foreligger en civilretlig styring af skatteretten, som dog kan variere i styrke på forskellige områder. Særligt inden for statsskattelovens indkomstbegreb i §§ 4-6 ses en stærk civilretlig styring. Herved vil eksempelvis “næring” og “gave” blive fastlagt ud fra den civilretlige kvalifikation. På andre områder benytter skatteretten egne begreber, hvorved der er en meget lille eller slet ingen civilretlig kvalifikation. Dette ses blandt andet i kursgevinstlovens<sup>174</sup> kap. 6 om finansielle kontrakter, idet ”finansielle kontrakter” alene er et skatteretligt begreb, hvorimod “kontrakter” civilretligt kan kvalificeres.

Hvis skatteretten helt afhænger af den civilretlige kvalifikation, risikerer man et misbrug af skatteretten ved, at civilretlige definitioner benyttes med det formål at opnå skattemæssige fordele. Skatteretten må således have adgang til at foretage egne skatteretlige kvalifikationer for at undgå misbrug, samt sikre opfyldelse af skatterettens formål.

Et eksempel på et forsøg på misbrug af den civilretlige styring af skatteretten ses i TfS 1992.78 H. I sagen havde sagsøgte med en tredjemand indgået en købsaftale vedrørende køb af en andel af en lejlighed i Spanien. Sagsøgte blev ved købsaftalen pålagt en gældsforpligtelse på kr. 100.000, hvorefter sagsøgte havde renteudgifter, som var fradragsberettiget. Skatteministeriet nægtede imidlertid adgang til denne fradragsret under henvisning til, at der ikke var tale om en købsaftale og en købesum, men derimod en privat lejebetaling. Højesteret fandt efter en samlet bedømmelse, at der ikke i skattemæssig henseende var tale om en købsaftale, uanset at parterne civilretligt havde benævnt aftalen som en købsaftale.

Retssikkerhedshensynet udtrykker et hensyn til, at der foreligger en ensartet forståelse af begreber i civilretten og skatteretten. Imidlertid er der væsentlige forskelle mellem hensynene bag selskabsretten og skatteretten, som også skal iagttages ved fortolkning. Det er således ikke i alle tilfælde, at der kan bestræbes en fuldstændig ens definition af begreber anvendt i civilretten, herunder i selskabsretten og skatteretten, ligesom dette heller ikke altid vil være hensigtsmæssigt.

Da der ikke altid er en fuldstændig ens kvalifikation af begreberne inden for de forskellige retsområder, er det ved vurderingen af SAFE-notes ikke tilstrækkeligt alene at kvalificere finansieringsinstrumentet rent selskabsretligt. Som følge af specialets omfang er det imidlertid ikke muligt, både at lave en tilbundsgående analyse af SAFE-notes i et selskabsretligt og i et skatteretligt perspektiv. Derfor behandles alene de skatteretlige overvejelser i forhold til SAFE-investorens gevinst, da der som nævnt i forrige afsnit, er betydelige uklarheder i forbindelse med den skatteretlige karakterisering heraf.

Til belysning af den skatteretlige uklarhed for SAFE-investoren inddrages SKM 2020.423 SR og SKM 2022.259 LSR, som behandler den skattemæssige karakterisering af SAFE-notes. SKM 2020.423 SR og SKM 2022.259 LSR tager alene stilling til den eventuelle beskatning, der pålægges en fysisk person som SAFE-investor. I tilknytning hertil bemærkes det, at såfremt SAFE-investoren er en juridisk person, vil tilsvarende regler formentlig finde anvendelse jf. SEL § 8, stk. 1, idet der dog findes særregler på visse områder, eksempelvis for koncernforbundne selskaber. Dette behandles imidlertid ikke i nærværende speciale.

---

<sup>174</sup> Herefter benævnt KGL

### 5.3. SKM 2020.423 SR og SKM 2022.259 LSR

#### 5.3.1. SKM 2020.423 SR

Skatterådet har den 29. september 2020 afsagt et bindende svar vedrørende den skatteretlige kvalifikation af SAFE-notes. De faktiske forhold i sagen var, at udvalgte medarbejdere og kapitalejere i et dansk selskab havde fået muligheden for at investere i det danske selskabs amerikanske moderselskab. Denne investering skulle ske ved udstedelse af SAFE-notes, som i den konkrete sag indebar, at de udvalgte medarbejdere og kapitalejere skulle foretage en indbetaling til det amerikanske moderselskab, mod på et fremtidigt tidspunkt at kunne modtage kapitalandele i det amerikanske selskab eller få tilbagebetalt det investerede beløb. Muligheden for at få udbetalt kapitalandele eller få tilbagebetalt det investerede beløb vil dog kun indtræde, hvis en nærmere fastlagt udløsende begivenhed ville indtræde.

Spørger ønskede i tilknytning til ovenstående at vide, hvordan disse SAFE-notes skattemæssigt skulle behandles. I det bindende svar tog Skatterådet herunder stilling til, om SAFE-notes skattemæssigt kunne betragtes som i) en konvertibel obligation, ii) en fordring iii) en væddemålskontrakt omfattet af SSL § 4, litra f eller iv) en finansiel kontrakt efter KGL §§ 29 og 30.

Ad i)

Ved Skatterådets vurdering af, hvorvidt SAFE-notes kan karakteriseres som konvertible obligationer omfattet af aktieavancebeskatningsloven, henviser Skatterådet til Den juridiske vejledning 2020-1, afsnit C.B.2.1.1.12 "Forklaring af konvertible obligationer" hvoraf følgende fremgår:

***"Konvertible obligationer indeholder dermed både en fordring imod selskabet på obligationens pålydende og en ret for kreditor til på et nærmere fastsat tidspunkt eller inden for et nærmere afgrænset tidsrum at forlange obligationerne ombyttet med aktier. Hvis långiveren ikke har nogen reel ret til at konvertere sin fordring til aktier, behandles den som en fordring, der er omfattet af kursgevinstlovens regler"***(vores fremhævning).<sup>175</sup>

Skatterådet tog herefter stilling til, om SAFE-notes kan anses som en fordring mod det SAFE-udstedende selskab.

Af Den juridiske vejledning 2020-1 afsnit C.B.1.2.1 "Fordringer, gæld og finansielle kontrakter omfattet af kursgevinstloven" fremgår:

***"Ved en pengefordring forstås et retligt krav på betaling af et pengebeløb. Der skal være tale om et retligt krav, og det betyder, at kreditor (fordringshaveren) skal kunne gøre betalingskravet mod debitor (skyldneren) gældende ved domstolene"***.<sup>176</sup>

Skatterådet kommer henset til ovenstående frem til, at SAFE-notes ikke udgør en fordring. Dette begrundes nærmere i, at SAFE-investorens retlige krav mod selskabet er afhængig af, at den udløsende begivenhed indtræder, for hvilken der er usikkerhed om, hvorvidt den i det hele taget indtræder. Deraf kan SAFE-notes ifølge Skatterådet ikke anses som en konvertibel obligation omfattet af ABL § 1, stk. 3.

Ad ii)

Skatterådet tager dernæst stilling til, hvorvidt SAFE-notes kan karakteriseres som en pengefordring omfattet af KGL § 1. Hertil er Skatterådets konklusion, henset til besvarelsen af i), at

---

<sup>175</sup> JV, C.B.2.1.1.12, 2020

<sup>176</sup> JV, C.B.1.2.1, 2020

der ikke er tale om en pengefordring, idet der ikke for SAFE-investoren består et retligt krav på tilbagebetaling af det indskudte beløb.

Ad iii)

Da i) og ii) besvares benægtende, tager Skatterådet endvidere stilling til, hvorvidt SAFE-notes kan anses som væddemålskontrakt, omfattet af SSL § 4, litra f, og som dermed henføres til den skattepligtige indkomst.

Ved behandlingen heraf henviser Skatterådet til Landsskatterettens afgørelser, TfS 1989.246, TfS 1989.433, TfS 1989.671 og TfS 1990.187, hvori det fastslås, at obligationsterminsforretninger og valutakursoptioner anses for omfattet af SSL § 4, litra f. Dette begrundes med, at de i afgørelserne anvendte instrumenter, var udformet således, at en eventuel gevinst eller et eventuelt tab var afhængig af, at en bestemt begivenhed ville indtræde. Som eksempel herpå angives, at man i fremtiden kan købe en obligation til en bestemt kurs, og hvis kursen på dette fremtidige tidspunkt er højere end den aftalte bestemte kurs, har man opnået en gevinst, der således vil være omfattet af SSL § 4, litra f.

Skatterådet kommer i forbindelse hermed frem til, at da SAFE-notes, hvori muligheden for konvertering til kapitalandele er afhængig af, at den i aftalen aftalte udløsende begivenhed indtræder, vil SAFE-notes dermed være omfattet af SSL § 4, litra f. Dette begrundes med, at på det fremtidige tidspunkt, hvor den udløsende begivenhed indtræder, vil investoren kunne opnå en gevinst eller et tab.

Imidlertid skal man være opmærksom på, at TfS 1989.246, TfS 1989.433, TfS 1989.671 og TfS 1990.187 alle er afsagt før kursgevinstloven blev udvidet til også at omfatte finansielle kontrakter.<sup>177</sup> Derfor gør Skatterådet herefter gældende, at beskattningen efter SSL § 4, litra f alene udløses, såfremt KGL §§ 1 og 29, om beskattning af finansielle kontrakter, ikke finder anvendelse, idet disse regler i kursgevinstloven er lex specialis i forhold til SSL § 4, litra f.

Ad iv)

I forbindelse med Skatterådets besvarelse af iii) tager Skatterådet stilling til, hvorvidt SAFE-notes kan anses som en finansiell kontrakt omfattet af kursgevinstloven.

Ved behandlingen heraf henviser Skatterådet til Den juridiske vejledning 2020-1, C.B.1.8.1 "Overordnede principper for beskattningen af finansielle kontrakter", hvoraf det fremgår, at tre betingelser skal være opfyldt, for at der er tale om en finansiell kontrakt omfattet af KGL § 29:

1. Der skal være indgået en bindende aftale mellem parterne,
2. Der skal være en tidsmæssig forskydning mellem aftale- og afviklingstidspunktet
3. Der skal være en aftale om afviklingspris eller -kurs.<sup>178</sup>

Der er hos Skatterådet ikke tvivl om opfyldelsen af betingelse 1 og 2. Skatterådet stiller sig derimod kritisk over for, hvorvidt betingelse 3 er opfyldt. Ved behandlingen heraf henviser Skatterådet ligeledes til Den juridiske vejledning 2020-1, C.B.1.8.1, hvoraf følgende tillige fremgår:

---

<sup>177</sup> JV, C.B.1.8.1, 2020

<sup>178</sup> Ibid.

*“Der skal aftales en afviklingspris eller -kurs ved indgåelsen af kontrakten. Det kan være en konkret pris eller kurs på de underliggende aktiver. Det kan også være en formel eller beregningsmodel for, hvordan prisen skal fastsættes. Det er dog en betingelse, at prisen er fastsat efter objektive kriterier, og at der ikke er væsentlig usikkerhed om den fremtidige salgspris.”<sup>179</sup>*

Skatterådet henviser endvidere til SKM 2007.637.VLR og SKM 2011.2013.SR. Førstnævnte, SKM 2007.637.VLR fastslår, at det er væsentligt, at der ikke er usikkerhed om den fremtidige salgspris. I sagen var der i forbindelse med Aktieselskab 1(A1)’s køb af en aktiepost i Aktieselskab 3(A3), indgået en aftale mellem A1 og Aktieselskab 2(A2) om, at A2 på A1’s forlangende, skulle købe A1’s aktiepost i A3. Prisen var i aftalen fastsat til at være A1’s købspris med alle relevante omkostninger, herunder forretningen af A1’s købesum. Her kom Vestre Landsret frem til, at prisen var fastsat efter objektive kriterier, hvorfor der ikke var usikkerhed herom. Dette begrundede således, at der var tale om en finansiell kontrakt efter KGL § 29.

I sidstnævnte, SKM 2011.213.SR, som omhandlede en køberetsaftale vedrørende en landbrudsejendom, hvor overdragelsesprisen skulle beregnes som 85 pct. af den til enhver tid gældende offentlige vurdering, kom man i stedet frem til, at der i dette tilfælde ikke var tale om en finansiell kontrakt. Dette blev begrundet med, at der var tale om en så betydelig usikkerhed vedrørende den fremtidige overdragelsespris, idet angivelse af købsprisen, som 85 pct. af den til enhver tid gældende offentlige vurdering, ikke ansås som en tilstrækkelig sikker beregningsmodel. Herudover blev der henvist til, at KGL § 29 ikke omfatter en køberet, som alene angiver prisen som en fremtidig markedsværdi.<sup>180</sup>

Ud fra ovenstående kommer Skatterådet derved frem til, at SAFE-notes ikke kan karakteriseres som en finansiell kontrakt, da betingelse nr. 3 om, at der skal være en aftalt afviklingspris eller -kurs, ikke opfyldes. Dette skyldes, at der for SAFE-notes er store usikkerheder forbundet med, om der sker en konvertering til kapitalandele, eller om der i dette tilfælde sker en tilbagebetaling af det indskudte beløb helt eller delvist, eller om indskuddet helt tabes. Dette afhænger af, om den udløsende begivenhed indtræder eller ej. Derudover er der tillige usikkerhed om, til hvilken pris konverteringen kan foretages, såfremt dette måtte blive aktuelt. Deraf kan SAFE-notes ikke anses som at have en ”aftalt afviklingspris- eller kurs”. Denne opfattelse ændres ej heller af en aftale om beregningsmodellen for kursen i SAFE-notes.

Skatterådet fastslår dermed, at SAFE-notes i denne situation skatteretligt henføres til beskattning efter SSL § 4, litra f, grundet lighederne med en væddemålskontrakt. Dette indebærer således, for det første, at nettogevinster, såfremt de er foretaget i spekulationsøjemed eller som led i næring, vil være skattepligtige, mens nettotab ikke vil være fradragsberettigede jf. SSL § 5, litra a. Dernæst skal det afkast, som en SAFE-investor opnår, henføres til den pågældendes personlige indkomst i PSL § 3.

### **5.3.2. SKM 2022.259 LSR**

Det omtalte bindende svar fra Skatterådet har efterfølgende været behandlet ved Landsskatteretten. Landsskatteretten stadfæster Skatterådets bindende svar, idet de ligeledes kommer frem til, at SAFE-notes ikke kan anses for værende en konvertibel obligation omfattet af ABL § 1, stk. 3. Dette begrundes med, at en konvertibel obligation skal bestå af en pengefordring imod selskabet, samtidig med at investoren har en ret til at konvertere fordringen til kapitalandele. I tilknytning hertil gør Landsskatteretten det klart, at der heri ligger, at denne konverteringsret

---

<sup>179</sup> JV, C.B.1.8.1, 2020

<sup>180</sup> SKM 2011.213.SR

skal bestå i et sådant omfang, at investoren kan gøre dette krav gældende mod selskabet ved domstolene. Landsskatteretten konkluderer i overensstemmelse med Skatterådet, at det retlige krav i SAFE-notes ikke er et krav i et sådant omfang, idet konverteringen eller en eventuel tilbagebetaling er afhængig af, at den udløsende begivenhed indtræder. Derfor kan SAFE-notes ikke karakteriseres som en pengefordring omfattet af kursgevinstloven.

#### **5.4. Retskildemæssig værdi af SKM 2020.423 SR og SKM 2022.259 LSR**

Det bindende svar fra Skatterådet i SKM 2020.423 SR og afgørelsen fra Landsskatteretten i SKM 2022.259 er på nuværende tidspunkt den eneste praksis, der foreligger, vedrørende den skattemæssige behandling af SAFE-notes. Det er derfor relevant at undersøge den retskildemæssige værdi heraf.

Det gælder, at retsanvendelse i sig selv er en retskilde, hvorfor allerede afgjorte spørgsmål har en præjudikatsværdi. Generelt for skatteretten gælder det, at både Landsskatterettens praksis, samt Skatterådets afgørelser og bindende svar, har en retskildemæssig værdi. Det kan hertil tillige nævnes, at indholdet af Den juridiske vejledning ligeledes har en retskildemæssig værdi, da denne anses som udtryk for administrativ praksis. Da SKM 2020.423 SR og SKM 2022.259 således har en retskildemæssig værdi, er spørgsmålet dog, hvor stor denne retskildemæssige værdi er.

Styrken af den præjudikatsværdi, som skabes ved retsanvendelse, afhænger af, om der foreligger en eller flere afgørelser vedrørende det pågældende spørgsmål. Hvis der er tale om en praksis, der er skabt af flere afgørelser og som er fulgt over en årrække, har denne en større præjudikatsværdi end en enkeltstående afgørelse. Styrken af præjudikatsværdien er også i høj grad afhængig af, hvilken myndighed eller domstol, som træffer afgørelsen, samt dennes placering i henholdsvis myndigheds- og domstolshierarkiet.<sup>181</sup>

Skatterådet er et lægmandsorgan, idet medlemmerne er af politisk personel. Skatterådet fungerer som et uafhængigt råd, som har til formål at bistå told- og skatteforvaltningen ved forvaltningen af skattelovgivningen, jf. SFL § 2, stk. 1.<sup>182</sup> Landsskatteretten er modsat Skatterådet ikke et rent lægmandsorgan, men består derimod både af politisk personel og fagpersonel, jf. SFL § 12, stk. 3. Landsskatterettens kompetence er fastlagt i SFL § 11, stk. 1, hvoraf det fremgår, at dets hovedopgave blandt andet er at afgøre klager over Skatterådets afgørelser.

Eftersom Skatterådets afgørelser kan påklages til Landsskatteretten indgår Landsskatteretten og Skatterådet i et retligt hierarki med hinanden, hvortil Skatterådet er en underordnet myndighed til Landsskatteretten. Dette hierarki medfører, at præjudikatsværdien af Skatterådets praksis vil aftage i det omfang, at Landsskatteretten ændrer denne praksis. Det skal hertil nævnes, at det står Landsskatteretten frit for at ændre Skatterådets praksis, eftersom en overordnet myndighed ikke er bundet af en underordnet myndigheds praksis.<sup>183</sup>

SKM 2020.423 SR og SKM 2022.259 vedrører, som nævnt, den samme sagsgenstand. Eftersom Landsskatteretten er en overordnet myndighed til Skatterådet har Skatterådets bindende svar som udgangspunkt ikke en retskildemæssig værdi, for så vidt angår de punkter, som Landsskatteretten også tager stilling til. Landsskatteretten er dog i sin afgørelse enig med Skatterådets bindende svar, hvorfor det bindende svar alligevel har en retskildemæssig værdi. For

---

<sup>181</sup> Skatteretten 1, s. 118 – 120

<sup>182</sup> Ibid. s. 79

<sup>183</sup> Ibid. s. 86

så vidt angår de punkter, som Landsskatteretten ikke tager stilling til, herunder om SAFE-notes kan betragtes som en væddemålskontrakt eller en finansiel kontrakt, har det bindende svar ligeledes en retskildemæssig værdi, idet dette er den eneste stillingtagen til spørgsmålet.

Som følge af, at SKM 2020.423 SR og SKM 2022.259 vedrører samme sagsgenstand, har det også den betydning, at der reelt kun foreligger én afgørelse vedrørende den skattemæssige behandling af SAFE-notes. Dette taler imod at tillægge disse en høj retskildemæssig værdi. Imidlertid er der for SAFE-notes ikke anden praksis at støtte sig op af, hvorfor SKM 2020.423 SR og SKM 2022.259 alligevel finder at have en betydning.

På nuværende tidspunkt findes SKM 2020.423 SR og SKM 2022.259 således at have en væsentlig retskildemæssig værdi vedrørende den skattemæssige behandling af SAFE-notes. Hertil er skattemyndighederne selv bundet af den i SKM 2020.423 SR og SKM 2022.259 fastlagte administrative praksis. Det gælder dog, at den administrative praksis derimod ikke er bindende for domstolene, som følge af domstolenes uafhængighed af den udøvende magt. De almindelige domstole har derfor mulighed for at tilsidesætte Skatterådets og Landsskatterettens skattemæssige behandling af SAFE-notes.

### **5.5. Kvalifikationsmuligheder udover SKM 2020.423 SR**

Der er i SKM 2020.423 SR ikke blevet spurgt om, hvorvidt SAFE-notes skattemæssigt kan udgøre en warrant. Dette skyldes formentlig, at spørgeren selv har kunne konstatere, at SAFE-notes ikke henhører under den skatteretlige kvalifikation af en warrant. Dette synspunkt tiltrædes i nærværende speciale ud fra nedenstående betragtninger.

Warrants benævnes også tegningsretter. Der er ligheder mellem SAFE-notes og warrants, men der er imidlertid en helt afgørende forskel, idet der ved warrants på forhånd er fastsat en bestemt kurs, til hvilken man har ret til at udnytte sin tegningsret.

Det fremgår af lovbemærkningerne til avancebeskatningsloven, samt af Den juridiske vejledning C.B.2.1.1.22, at *“En tegningsret er en ret men ikke en pligt til at tegne aktier på et givet tidspunkt eller i en given periode til en på forhånd fastlagt kurs”* (vores fremhævnings).<sup>184</sup>

Eftersom SAFE-notes ikke har en “på forhånd fastlagt kurs” må det af denne grund kunne konstateres, at SAFE-notes heller ikke i skattemæssig henseende ikke kan betragtes som en warrant.

### **5.6. Delkonklusion**

Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at den skattemæssige behandling af SAFE-notes er forbundet med betydelige usikkerheder for både SAFE-investoren og det SAFE-udstedende selskab. Dette er en af hovedårsagerne til, at der er tilbageholdenhed med anvendelsen af SAFE-notes, hvorfor det alt andet lige er væsentligt, at retsstillingen også klarlægges skatteretligt.

På nuværende tidspunkt er der, som følge af SKM 2020.423 SR og SKM 2022.259, en indikation af, at SAFE-notes skatteretligt vil skulle karakteriseres som en væddemålskontrakt, hvilket beskattes efter SSL § 4, litra f. Idet der ikke foreligger yderligere praksis, og hertil at de almindelige domstole ikke har taget stilling til den skatteretlige karakterisering, er retsstillingen dog stadig usikker. Det må derudover også kunne konkluderes, at såfremt beskattningen af SAFE-

---

<sup>184</sup> JV, C.B.2.1.1.22, 2023

notes er højere end beskatningen af andre finansieringsinstrumenter, vil SAFE-notes ikke være et attraktivt finansieringsinstrument.

## 6. Komparativt

### 6.1. Indledning

SAFE-notes er et finansieringsinstrument, der vinder frem på internationalt plan. Dette ses blandt andet ved, at der i flere lande laves varianter af den af Y Combinator udviklede SAFE-note, eksempelvis den danske variant HATCH, som er omtalt i afsnit 2.4. Nationale varianter af SAFE-notes ses også anvendt i andre europæiske lande, herunder blandt andet Sverige og Norge.<sup>185</sup>

Der har mellem Danmark, Sverige og Norge i mere end 150 år bestået et lovgivningssamarbejde.<sup>186</sup> Dette ses blandt andet ved vedtagelsen af den første danske aktieselskabslov, hvor man ved gennemførelsen blandt andet henså til kommissionsarbejdet til selskabslovene i de øvrige nordiske lande.

Dette nordiske samarbejde blev styrket ved oprettelsen af Nordisk Råd. Rådet står blandt andet bag det fællesnordiske oplæg om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning, hvilket havde til formål at ensarte den nordiske selskabslovgivning.<sup>187</sup> Efter den senere optagelse af Danmark og Sverige i EU, og Norges tiltræden af EØS-aftalen, er der herefter opnået en større ensartethed mellem landene, som rækker videre end et rent nordisk samarbejde.

Grundet de ensartede holdninger til de selskabsretlige problemstillinger i det nordiske lande<sup>188</sup> ses det, at implementeringen af de EU-retlige regler i de respektive nationale lovgivninger, er meget sammenlignelige.

På baggrund heraf undersøges det, hvorvidt SAFE-notes kan anvendes i overensstemmelse med henholdsvis svensk og norsk selskabsret, idet det i afsnit 4.5. konstateres, at 2. selskabsdirektiv ikke hindrer anvendelsen af SAFE-notes, i modsætning til den danske selskabslov. Endvidere undersøges det, hvorvidt den svenske, henholdsvis norske variant af SAFE-notes er i overensstemmelse med det respektive lands selskabslov, eller om der er tale om et mere aftalebaseret anvendt finansieringsinstrument.

### 6.2. SAFE-notes i svensk selskabsret

I Sverige reguleres de selskabsretlige regler i *Aktiebolagslagen 2005:551*,<sup>189</sup> med senere ændringer, som gælder for både private aktiebolag<sup>190</sup> og publika aktiebolag,<sup>191</sup> jf. lovens kap. 1, § 2.

Hvordan en kapitalforhøjelse kan foretages i disse selskaber, fremgår af ABL-SE kap. 11, § 1 som angiver, at en kapitalforhøjelse efter svensk ret kan ske ved i) fondsemission, ii) nyemission, iii) udstedelse af tegningsoptioner eller iv) udstedelse af konvertible gældsbreve. Reg-

---

<sup>185</sup> Elmborg, 2021

<sup>186</sup> Kjær & Vogt, 2020, s. 238

<sup>187</sup> Andersen P. K., 2021, s. 28

<sup>188</sup> Andersen P. K., 2021, s. 30

<sup>189</sup> Herefter benævnt ABL-SE

<sup>190</sup> Svarende til det danske anpartsselskab

<sup>191</sup> Svarende til det danske aktieselskab

lerne herfor er indgående reguleret i ABL-SE kap. 12-15. Efter kap. 11, § 2, er det bolagsstäm-  
men,<sup>192</sup> som træffer beslutning om en kapitalforhøjelse, idet de dog for kapitalforhøjelsesme-  
toderne ii) – iv) kan delegerer kompetencen til styrelsen.<sup>193</sup>

Når ABL-SE i kap. 11, § 2 oplister disse tilfælde, synes det allerede af den grund at udelukke  
anvendelsen af SAFE-notes i svensk ret. Dette skyldes, at SAFE-notes ikke kan henføres til en  
af de i i) - iv) oplyste muligheder. Der er ikke tale om et konvertibelt gælds-brev, idet SAFE-  
notes ikke er et gælds-instrument. Der er ej heller tale om en tegningsoption, da der herved også  
i svensk ret forstås et instrument, hvorved indehaveren får ret til at tegne aktier på et fremtidigt  
tidspunkt, til en på forhånd fastsat kurs.

Idet SAFE-notes dog er mest sammenlignelig med en tegningsoption, som angivet i afsnit  
3.5.1.2, er det dog relevant at se på reglerne herfor i ABL-SE, herunder om SAFE-notes even-  
tuelt kan underlægges disse regler.

Reglerne for udstedelse af tegningsoptioner fremgår af ABL-SE kap. 14. Af ABL-SE kap. 14,  
§ 3 fremgår, at et forslag til beslutning om udstedelse af tegningsoptioner skal iagttage bestem-  
melserne i ABL-SE kap. 14, §§ 4-10. Generelt minder disse oplysningskrav meget om de i den  
danske selskabslovs § 158 angivne krav.

Af ABL-SE kap. 14, § 6, nr. 1 fremgår det, at beløbet, hvormed selskabskapitalen kan forhøjes,  
skal fremgå af beslutningen. I tilknytning hertil angives det, at beløbet ikke nødvendigvis skal  
fastsættes som et fast beløb, men at det er tilstrækkeligt at angive et højeste beløb.<sup>194</sup> Herved  
opstår problemet i henhold til anvendelsen af den af Y Combinator udviklede SAFE-note idet  
det, som følge af beregningsmetoden i SAFE-notes, ikke er muligt at angive dette beløb. Dette  
skyldes, at det først er på tidspunktet for den udløsende begivenhed, at det er muligt at angive  
antallet af aktier, som konverteringen i SAFE-notes indebærer. Det er således ikke muligt at  
opfylde dette krav i beslutningen.

Særligt relevant er også kravet i ABL-SE kap. 14, § 6, nr. 2. Denne bestemmelse stiller krav  
om, at tegningskursen angives i beslutningen, således at det i beslutningen fremgår, hvor meget  
der skal betales pr. aktie ved udnyttelsen af tegningsoptionen. Herfor gælder, at det er tilladt at  
angive tegningskursen som et interval, som den endelige tegningskurs kan indeholdes i. I  
svensk litteratur<sup>195</sup> angives det, at det ikke er klart, hvor grænserne for angivelse af et sådant  
interval går, hvorfor det kan være nødvendigt at rådføre sig med Bolagsverket<sup>196</sup> for at sikre,  
at kravet overholdes. Da en SAFE-note i den af Y Combinator udviklede version alene inde-  
holder en angivelse af tegningskursen som en beregningsmetode på tidspunktet for den udlø-  
sende begivenhed, er der således ikke angivet et interval herfor i SAFE-noten. Af den grund  
kan dette krav tillige ikke opfyldes.

Af ABL-SE kap. 14, § 7, nr. 1 fremgår, at det i beslutningen skal angives, til hvilken aktie-  
klasse, de nye aktier skal tilhøre. Dette er ligeledes ikke muligt ved anvendelsen af SAFE-  
notes, da SAFE-noten indebærer, at SAFE-investoren opnår en ret til at tegne aktier i samme  
aktieklasse, som der udstedes aktier i til nye investorer i investeringsrunden. Derved kan det

---

<sup>192</sup> Svarende til generalforsamlingen i dansk ret

<sup>193</sup> Svarende til det centrale ledelsesorgan i dansk ret

<sup>194</sup> Andersson m.fl., 2013, s. 14:13

<sup>195</sup> Ibid. s. 14:13 og 13:9

<sup>196</sup> Svarende til Erhvervsstyrelsen



ikke på beslutningstidspunktet angives, til hvilken aktieklasse aktierne efter SAFE-noten skal tilhøre.

Ud fra ovenstående kan det dermed udledes, at det ikke er muligt at udstede SAFE-notes i overensstemmelse med svensk selskabsret.

På baggrund heraf har det svenske selskab, StartupTools, udviklet en svensk variant af den af Y Combinator udviklede SAFE-note. Den svenske variant tager netop højde for hindringerne i den svenske selskabslov. Denne variant betegnes *Warrants for Investment in Startup Equity*, herefter benævnt WISE.<sup>197</sup>

StartupTools' fokus er at udbyde gratis investeringsdokumenter til svenske startups. Disse investeringsdokumenter udbydes under licens, idet StartupTools dog udtrykkeligt gør opmærksom på, at det alene er dokumentet, der udbydes, og ikke rådgivning herved. StartupTools henviser i stedet til, at man søger juridisk rådgivning, forinden dokumenterne anvendes.<sup>198</sup>

Stifteren af StartupTools, Erik Byrenius, har udviklet WISE på baggrund af sin erfaring som investor, da han så et behov for en hurtigere, billigere og mere fleksibel form for finansiering. I hans forsøg på at tilpasse den af Y Combinator udviklede SAFE-note, fandt han i overensstemmelse med ovenstående, at den direkte anvendelse heraf ikke er mulig i svensk ret, som følge af de svenske selskabsretlige regler.<sup>199</sup> Af den grund er WISE således et nyt finansieringsinstrument, som dog har betydelige ligheder, og grundlæggende samme funktion, som den af Y Combinator udviklede SAFE-note.

Konverteringen i WISE afhænger, på samme måde som i SAFE-notes, af værdiansættelsen ved næste kapitalforhøjelse i selskabet. Imidlertid er WISE dog baseret på en tegningsoption, som er lovreguleret og alment kendt i svensk ret.

Fremgangsmåden for WISE er den, at investoren skyder penge ind i selskabet, mod at få tildelt en tegningsoption. Denne tegningsoption giver investoren ret til at købe mindst én aktie i selskabet pr. tegningsoption til kursværdien, umiddelbart før næste finansieringsrunde. Selskabet modtager således kapitalen på forhånd, som på dette tidspunkt registreres som egenkapital. Der er derfor ikke tale om et lån, hvorfor det indskudte beløb ikke forrentes, samt ikke kan tilbagebetales til investoren.<sup>200</sup>

Antallet af aktier, som WISE-investoren kan erhverve, afhænger først og fremmest af den værdiansættelse, der fastsættes i forbindelse med den næste finansieringsrunde. Derudover afhænger det af, om der i WISE-aftalen er fastsat vilkår om Valuation Cap eller Discount. Beregningen af prisen pr. aktie ved udnyttelsen af WISE sker ud fra værdiansættelsen af selskabet, fratrukket den i aftalen aftalte Discount, idet denne pris ikke må være lavere end det aftalte Floor<sup>201</sup> og ikke højere end det aftalte Valuation Cap.<sup>202</sup> Derved imødekommes kravet om angivelse af et interval ved angivelsen af tegningskursen.

---

<sup>197</sup> Se bilag 7

<sup>198</sup> StartupTools.

<sup>199</sup> Ibid.

<sup>200</sup> StartupTools

<sup>201</sup> Den laveste værdiansættelse tegningsoptionen kan konverteres til, typisk 50 pct. af Valuation Cap

<sup>202</sup> StartupTools

I WISE er der endvidere fastsat en maturity date, som maksimalt udgør fire år. Dette indebærer, at i tilfælde af, at der ikke er foretaget en ny finansieringsrunde i selskabet inden udnyttelsestiden for tegningsoptionen er udløbet, vil investoren herefter have ret til at erhverve en eller typisk to aktier pr. tegningsoption til kursværdien.<sup>203</sup> Derved er WISE ikke risikobetonet i samme grad som SAFE-notes, idet WISE-investoren er sikker på at kunne erhverve aktier i selskabet. Risikoelementet for WISE-investoren er alene i forhold til antallet af aktier, som kan erhverves. I WISE-aftalen fastsættes endvidere et maksimum for antallet af aktier, som kan købes pr. tegningsoption. Dette sikrer den form for transparens, der er ønskværdig for omverdenen i forhold til en eventuel ændring af ejerforholdene.

Da WISE følger de i ABL-SE nævnte krav for udstedelse af en tegningsoption, indebærer det, at beslutningen skal registreres ved Bolagsverket,<sup>204</sup> hvorefter denne beslutning bliver offentlig tilgængelig.

Herved anvendes WISE på en sådan måde, at den har mange af de samme fordele som SAFE-notes. Ved anvendelsen af WISE kan man, på samme måde som ved SAFE-notes, opnå hurtigere finansiering, da aftalen er udformet som et standarddokument, hvori de væsentligste vilkår allerede er fastlagt. I WISE sikres hensynet til omverdenen, idet den som en almindelig tegningsoption skal registreres ved Bolagsverket. Deraf har fremtidige investorer mulighed for at få kendskab til, hvorledes ejerforholdene i selskabet ser ud, herunder risikoen for udvanding senere hen. For det udstedende selskab er fordelene, at kapitalen bliver henført til egenkapitalen i selskabet, hvorefter WISE-investoren ikke har mulighed for at kræve sit kapitalindskud tilbage.

### 6.3. SAFE-notes i norsk selskabsret

I Norge reguleres de selskabsretlige regler i *Loven af 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper*<sup>205</sup> og *Loven af 13. juni 1977 nr. 34 om allmennaksjeselskaper*.<sup>206</sup>

Selvom man i Norge har to separate love, er de genstand for fælles behandling i den norske litteratur, ligesom de har fælles forarbejder og i stor grad indholdsmæssigt og systematisk er identiske.<sup>207</sup> De relevante regler i de to love behandles derfor i nærværende speciale som udgangspunkt samlet.

I aksjeloven og i allmennaksjeloven finder man i kap. 11 reguleringen af finansielle instrumenter, der kan anvendes ved en kapitalforhøjelse. Kap. 11 regulerer tre typer af finansielle instrumenter, i) lån med ret til at kræve aktier udstedt, ii) tegningsretsaktier<sup>208</sup> og iii) fritstående tegningsrettigheder.<sup>209 210</sup>

Beslutningen om udstedelse af et af de tre finansielle instrumenter i kap. 11 skal besluttes af generalforsamlingen eller efter fuldmagt fra generalforsamlingen. Den senere konvertering kan gennemføres af styret, som står for den daglige ledelse, uden at det er nødvendigt med en ny

---

<sup>203</sup> Ibid.

<sup>204</sup> Ibid.

<sup>205</sup> Herefter benævnt aksjeloven, forkortet AL. Regulerer aksjeselskaper, svarende til det danske anpartsselskab

<sup>206</sup> Herefter benævnt allmennaksjeloven, forkortet AML. Regulerer allmennaksjeselskaper, svarende til det danske aktieselskab

<sup>207</sup> Andenæs, 2006, s. 3

<sup>208</sup> Herved forstås aktier tegnet i forbindelse med en kapitalforhøjelse, som giver ret til at kræve yderligere aktier udstedt på et senere tidspunkt

<sup>209</sup> Herved forstås rettigheder, som i sig selv giver rettighedshaveren ret til at kræve aktier udstedt

<sup>210</sup> Andenæs, 2007, s. 245-246

beslutning af generalforsamlingen.<sup>211</sup>

SAFE-notes er mest sammenlignelig med en fritstående tegningsrettighed, hvorfor det undersøges, om SAFE-notes opfylder reglerne herom. De relevante regler findes i AL og AML § 11-12 og § 11-13, som minder meget om de i den danske selskabslovs § 158 angivne oplysningskrav.

Af AL § 11-12, tredje led, nr. 5 og AML § 11-12, andet led, nr. 6 fremgår det, at generalforsamlingen ved beslutning om udstedelse af fritstående rettigheder skal tage stilling til vilkårene for at kunne kræve aktier udstedt, herunder hvad der skal ydes som vederlag for aktierne.

Det er således et krav, at generalforsamlingen i beslutningen angiver en tegningskurs, for at det derved er klart, hvad der skal betales for aktierne, når tegningsretten udnyttes. Generalforsamlingen kan ikke overlade det til styret at fastsætte tegningskursen. Det er dog tilladt, at generalforsamlingen i beslutningen alene fastsætter momenter, som skal være afgørende for kursen, herunder en beregningsmetode.<sup>212</sup> Som eksempel angives i lovforslaget til aksjelovent, at tegningskursen kan angives som renteniveauet på et bestemt sted på et bestemt tidspunkt.<sup>213</sup> Herved indikeres således, at generalforsamlingens angivelse af tegningskursen skal fastsætte tydelige retningslinjer for tegningskursen. Når tegningskursen i SAFE-notes angives som markedskursen på tidspunktet for den udløsende begivenhed, er denne angivelse forbundet med stor usikkerhed. Det må herefter antages, at der er en væsentlig usikkerhed omkring, hvorvidt beregningsmetoden i SAFE-notes vil være en tilstrækkelig præcis og forudsigelig angivelse af tegningskursen, henset til det i lovforslaget angivne eksempel.

I litteraturen<sup>214</sup> er det endvidere lagt til grund, at et af de vilkår, som skal angives, er det beløb som selskabskapitalen i alt skal kunne forhøjes med. Eftersom man ved SAFE-notes ikke på udstedelsestidspunktet kender tegningskursen, er det således ikke muligt på udstedelsestidspunktet at fastsætte det beløb, som selskabskapitalen i alt skal kunne forhøjes med.

AL § 11-12, tredje led, nr. 7 og AML § 11-12, andet led, nr. 8 stiller krav om, at det i generalforsamlingens beslutning tillige skal angives, til hvilken aktieklasse de nye aktier skal tilhøre. Som nævnt i afsnit 3.4.1.4 ligger en eventuel ny aktieklasse for SAFE-notes ikke fast på tidspunktet for generalforsamlingens beslutning. SAFE-notes opfylder således ikke dette krav.

Det kan på baggrund af ovenstående konstateres, at SAFE-notes således ikke kan anvendes i overensstemmelse med aksjelovent eller allmennaksjelovent.

Den norske inkubator, accelerator og investor, Startuplab,<sup>215</sup> har i samarbejde med det norske advokatkontor, Sands,<sup>216</sup> udviklet en norsk pendant til SAFE-notes,<sup>217</sup> idet de har set et behov for mere fleksible og billigere finansieringsinstrumenter for startups. Dette finansieringsinstrument kaldes *Startup's Lead Investment Paper*, herefter benævnt SLIP.<sup>218</sup>

---

<sup>211</sup> Andenæs, 2006, s. 530

<sup>212</sup> Aarbakke m.fl., 2012, s. 703-704 og 719

<sup>213</sup> Ot.prp. nr. 19, s. 64

<sup>214</sup> Aarbakke m.fl., 2012, s. 539

<sup>215</sup> StartupLab

<sup>216</sup> Sands

<sup>217</sup> Om SLIP, 2021

<sup>218</sup> Se bilag 8

I SLIP er der både indeholdt et Valuation Cap, en Discount og en udløsende begivenhed,<sup>219</sup> helt ligesom SAFE-notes indeholder en udløsende begivenhed og kan indeholde både et Valuation Cap og en Discount. Ifølge SLIP kan den udløsende begivenhed være i) en egenfinansiering, ii) en virksomhedstransaktion, såsom fusion eller salg, eller iii) såfremt SLIP-investoren beslutter sig for at udøve tegningsretten. SLIP adskiller sig således på dette punkt fra SAFE-notes, da SLIP-investoren, modsat SAFE-investoren, selv kan vælge at udnytte sin tegningsret uden en nærmere bestemt begivenhed er indtrådt.

For SLIP gælder, ligesom ved SAFE-notes, at konverteringskursen ikke fastlægges på forhånd, men først på konverteringstidspunktet og at kursen således afhænger af selskabets værdi på dette tidspunkt. SLIP og SAFE-notes minder således i det væsentligste om hinanden. Det gælder hermed også, at SLIP støder på de samme forhindringer i aksjeloven og allmennaksjeloven, som SAFE-notes gør. På baggrund heraf kan det således konstateres, at SLIP ikke kan anvendes i overensstemmelse med aksjeloven og allmennaksjeloven, hvorfor der må være tale om et rent aftaleretligt dokument.

I en norsk guide udarbejdet af advokaten fra Sands, Stig Nordal, som står bag udviklingen af SLIP,<sup>220</sup> gøres det gældende, at SLIP adskiller sig fra de traditionelle norske tegningsretter ved, at det på aftaletidspunktet ikke er fastlagt, hvor mange aktier investoren får lov til at tegne, og dermed heller ikke hvor meget, der skal betales for hver aktie. Af denne grund anføres det videre af Stig Nordal, at SLIP, som ovenfor konstateret, ikke kan henføres til aksjelovens eller allmennaksjelovens kap. 11 og således er et rent aftaleretligt dokument.

#### **6.4. Delkonklusion**

Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at der er flere ligheder mellem svensk, norsk og dansk selskabslovgivning, herunder på hvilke måder kapitalforhøjelser kan foretages. Derudover er der i svensk og norsk selskabsret, ligesom i dansk selskabsret, en række krav som skal iagttages ved en beslutning om kapitalforhøjelse, uanset metoden herfor. Disse krav minder som beskrevet, meget om de i dansk ret opstillede krav. Det gælder dermed, at man i Sverige og Norge støder på de samme problemer vedrørende den af Y Combinator udviklede SAFE-note, som det i nærværende speciale er belyst, at man i dansk ret støder på. Det kan derfor konstateres, at det hverken i Sverige, Norge eller Danmark er muligt at benytte SAFE-notes i overensstemmelse med de selskabsretlige regler i de respektive lande.

Som følge af, at det ikke er muligt at anvende SAFE-notes i overensstemmelse med selskabsretten i de respektive lande, er der også i Sverige og Norge udviklet nationale versioner af SAFE-notes. I Sverige har man forsøgt at lave en variant, som er overensstemmende med de selskabsretlige regler, hvorimod man i Norge har lavet et rent aftaleretligt dokument. Udviklerne af WISE og SLIP angiver, at de har udviklet et nyt finansieringsinstrument, som har den fordel, at det er billigere og mere fleksibelt end de traditionelle finansieringsinstrumenter. Deraf har StartupTools, Startuplab og Sands således på privat initiativ udviklet et dokument, som kan tilgodese dette behov, og som vil kunne anvendes i henholdsvis Sverige og Norge. Formålet med udviklingen af WISE og SLIP stemmer således overens med formålet bag SAFE-notes.

---

<sup>219</sup> I SLIP-notes kaldet "exercise event"

<sup>220</sup> Om SLIP, 2021

## 7. Diskussion

### 7.1. Vurdering af SAFE-notes

Udviklingen af SAFE-notes skyldes et ønske om at gøre det nemmere, hurtigere og billigere for startups at opnå finansiering. At SAFE-notes er et nemmere, hurtigere og billigere finansieringsinstrument begrundes i, at man i SAFE-notes ikke foretager en værdiansættelse af selskabet på udstedelsestidspunktet, hvorfor værdiansættelseselementet kan tages ud af forhandlingerne forud for aftaleindgåelsen. Sædvanligvis kan særligt en værdiansættelse af selskabet være et svært parameter for parterne at nå til enighed omkring. Dette gælder særligt ved startupfinansiering, da man på et så tidligt stadie alene har et meget snævert, hvis overhovedet nogen form for grundlag, for at forudsætte selskabets fremtidige indtjeningssevne. Investorerne vil derfor være tilbageholdende med at fastsætte en høj værdiansættelse af selskabet, hvorimod selskabets kapitalejer(e) vil være af den opfattelse, at deres produkt er efterspurgt, hvorefter de modsat vil mene, at værdiansættelsen skal sættes højt.

Udover at man ikke skal forhandle om værdiansættelsen af selskabet, skal man ved SAFE-notes heller ikke forhandle om renter eller udløbsdato, da der ikke er tale om gæld. Derudover er den udløsende begivenhed, som er grundlaget for investorens konverteringsret, allerede fastlagt i den af Y Combinator udviklede SAFE-note, hvorfor dette heller ikke vil være et forhandlingspunkt. Y Combinator gør selv gældende, at SAFE-notes er et sæt standardvilkår, hvorfor man sparer tid og penge, da behovet for forhandling og juridisk rådgivning således er minimalt. Det eneste parterne, henholdsvis investoren og selskabet, skal blive enige om, er investeringsbeløbet, samt Valuation Cap og Discount, hvis man vælger sådanne udgaver af SAFE-notes. Man kan dog, og bør også, stille sig kritisk overfor, hvorvidt de af Y Combinator udviklede standardvilkår er rimelige over for både investoren og selskabet, når det henses til, at vilkårene er ensidigt udarbejdet af Y Combinator, som selv er investor.

Eftersom man fjerner værdiansættelseselementet, samt benytter sig af standardvilkår, vil forhandlingerne således være nemmere og hurtigere. Derudover vil en hurtigere forhandling helt naturligt også føre til mindre brug af bistand fra forhandlere, herunder særligt juridiske rådgivere, hvorfor udgifterne til aftaleindgåelsen tillige bliver billigere. På dette punkt er anvendelsen af SAFE-notes således fordelagtig for startups og deraf særdeles iværksættervenlige.

Den helt store ulempe som SAFE-notes møder i dansk ret er, at den ikke kan udstedes i overensstemmelse med reglerne i den danske selskabslovgivning. Imidlertid er der ikke noget til hinder for, at SAFE-notes kan udstedes som et aftalebaseret dokument, henset til aftalefriheden i dansk ret. Såfremt man udsteder aftalebaserede SAFE-notes vil ulempen dog først og fremmest være, at investorens konverteringsret, som følge af SAFE-noten, kræver, at kapitalejerne stemmer for konverteringen på en generalforsamling. Dette skyldes, at aftalen om udstedelse af SAFE-notes indgås mellem kapitalejerne og SAFE-investoren, hvorfor aftalen om konverteringsretten for investoren ikke er bindende for selskabet. Ulempen ved en aftalebaseret SAFE-note er endvidere, at hensynet til transparens tilsidesættes, idet der ikke sker offentliggørelse af udstedelsen af SAFE-noten. Dette kan imidlertid imødekommes ved, at det i SAFE-notes skrives ind, at udstedelsen heraf skal optages i det SAFE-udstedende selskabs vedtægter.

Et andet problem SAFE-notes støder på er, at der er tvivl om, hvordan SAFE-notes skal behandles skatteretligt. Som det er konstateret tidligere, passer SAFE-notes ikke ind i det danske skatteretlige system. Dette medfører en betydelig usikkerhed om, hvor hårdt henholdsvis investoren og selskabet beskattes, hvilket gør SAFE-notes mindre efterspurgt. Den manglende skatteretlige afklaring kan også betyde, at SAFE-notes ikke beskattes lige så fordelagtigt som konvertible gældsbreve eller warrants. Såfremt beskatningen af SAFE-notes bliver højere end

beskatningen af konvertible gældsbreve og warrants, vil efterspørgslen på SAFE-notes højst sandsynligt blive ikkeeksisterende.

Hvis SAFE-notes derimod kunne anvendes i overensstemmelse med dansk selskabsret, vil der dog fortsat være praktiske ulemper ved anvendelsen af SAFE-notes. Ulempen herved gør sig navnlig gældende ved cap tables. Formålet med et selskabs cap table er at give et overblik over ejerforholdene i et selskab, herunder hvorvidt der er udstedt konvertible gældsbreve og warrants, som kan have betydning for ejerforholdene i selskabet. Man skal således på baggrund af et cap table kunne aflæse, hvem der er nuværende ejer(e) af selskabet, og hvem der i fremtiden kan blive medejer af selskabet, herunder hvilket procentvis ejerskab de har eller kan opnå i selskabet.

Hvis et selskab udsteder flere SAFE-notes, særligt SAFE-notes med Discount og/eller Valuation Cap, hvortil den aftalte Discount og/eller Valuation Cap er anderledes fra andre SAFE-notes udstedt af selskabet, kan det blive meget kompliceret og næsten umuligt at gennemskue, hvordan ejerforholdene i selskabet vil ændre sig, såfremt en udløsende begivenhed indtræder. Selskabers cap tables kan således risikere at blive så forvirrende, at hverken nuværende kapitalejere eller potentielle investorer kan gennemskue, hvordan ejerforholdene ændres. Dermed kan man ende i en situation, hvor man har brug for omfattende juridisk rådgivning for at gennemskue ændringen i ejerforholdene, hvilket kan forlænge og fordyre processen, helt i modstrid med formålet bag SAFE-notes.

SAFE-notes strider imidlertid også til dels imod det selskabsretlige hensyn til transparens. Dette gælder både i forhold til cap tables, og ligeledes i forhold til tegningskursen efter SL § 158, nr. 3. Eftersom tegningskursen ikke er fastlagt på forhånd i SAFE-notes, vil en SAFE-investors procentvise ejerskab i et selskab, såfremt en udløsende begivenhed indtræder, ikke på forhånd kunne udregnes. En SAFE-note vil således alene vise, at SAFE-investoren kan blive medejer af selskabet, men ikke i hvilket omfang. Hertil skal dog nævnes, at man ved konvertible gældsbreve og warrants har accepteret, at man ikke ved, henholdsvis, hvorvidt lånet kræves tilbagebetalt eller konverteret til kapitalandele, eller om den udstedte warrant udnyttes, og i så fald i hvilket omfang. Man har således allerede accepteret, at der ikke i praksis altid er fuldstændig transparens for så vidt angår fremtidige ejerforhold i selskabet.

Der er således både fordele og ulemper ved anvendelsen af SAFE-notes. Hvis SAFE-notes kunne anvendes i overensstemmelse med dansk ret, herunder med en skatteretlig fordelagtig kvalifikation, vil ulemperne dog være særdeles begrænset. Ulempen vil herefter være begrænset til, at man kan risikere forvirrende cap tables, samt at man ikke kan udregne SAFE-investorens procentvise ejerskab på forhånd. Imidlertid er der mulighed for at tage højde for risikoen for forvirrende cap tables, idet dette ved korrekt rådgivning kan undgås. Uanset korrekt rådgivning vil det dog ikke være muligt at udregne ejerskabet på forhånd, idet dette afhænger af værdiansættelsen på tidspunktet for den udløsende begivenhed. Fordelen, den nemme og billige måde for iværksættere at skaffe kapital, synes herefter at være noget mere tungtvejende end de nævnte ulemper. Det vil derfor videre blive diskuteret i afsnit 7.3, hvorledes dansk selskabslovgivning kan tilpasses, således at man åbner op for en selskabsretlig anvendelse af SAFE-notes.

## **7.2. Er dansk ret iværksættervenligt?**

I Danmark er det en generel målsætning at skabe vækst i dansk økonomi, hvilket blandt andet søges gennem et konkurrencedygtigt erhvervsliv. Netop det at være konkurrencedygtig er et

tilbagevendende fokus, der gentages i diverse redegørelser, udmeldinger og rapporter, både fra erhvervslivet og fra politisk side fra de skiftende regeringer.

Senest har den nye SVM-regering<sup>221</sup> udtalt, at regeringen vil *”arbejde for gode vækst- og konkurrencevilkår for erhvervslivet og fremme udenlandske investeringer i Danmark”*.<sup>222</sup> I tilknytning hertil er der konkrete mål om, at regeringen vil styrke iværksætteriet i Danmark, ved blandt andet at gøre det lettere for iværksætterselskaber at tiltrække kapital, herunder også fra udenlandske investorer.<sup>223</sup>

En forudsætning for, at iværksættere kan bidrage til væksten i dansk økonomi er, at de formår at tilegne sig kapital til at udvikle deres selskab, således at de overlever den tidlige fase i selskabets livscyklus. Netop adgangen til kapital er ifølge Dansk Erhvervs undersøgelse<sup>224</sup> den største begrænsende faktor for iværksættere, idet 66 pct. af 250 adspurgte iværksættermedlemmer angiver adgangen til kapital som den største barriere for vækst i deres selskab. Endvidere angiver 60 pct. af de 250 adspurgte iværksættermedlemmer i samme undersøgelse, at besværlig lovgivning og administrationsbyrder ligeledes er en hindring for væksten.

Trods disse barrierer ses det af nedenstående figur, at der i Danmark er en stor iværksætterlyst.

Figur 7<sup>225</sup>



Denne lyst er fortsat til stede på trods af den samfundsøkonomiske udvikling, herunder den stigende inflation. Derfor er det vigtigt, at der er gode forudsætninger for startups, således at de kommer ud over den indledende fase. Der findes flere tiltag, som har til formål at bistå iværksætermiljøet. I Erhvervsfremme bestyrelsens redegørelse *”Erhvervsfremme i Danmark 2020-2023”* fremgår, at styrkelse af iværksætterøkosystemet er en væsentlig prioritet, således at man sikrer det fælles mål om konkurrencedygtighed.

Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling (OECD), hvis formål er at sikre økonomisk vækst til gavn for levestandarden i befolkningen, har foretaget en analyse over OECD-

<sup>221</sup> Flertalsregeringen nedsat d. 15. december 2022 mellem Socialdemokratiet, Venstre og Moderaterne

<sup>222</sup> Regeringsgrundlag 2022, s. 24

<sup>223</sup> Ibid. s. 25

<sup>224</sup> Dansk Erhverv, 2021

<sup>225</sup> Danmarks eksport- og Investeringsfond, 2023

landenes konkurrenceevne for iværksættere.<sup>226</sup> I denne analyse er der parametre, hvor Danmark anses for at være alt andet end konkurrencedygtige. I undersøgelsen indgår 35 lande, hvor placering nr. 1 angiver det mest konkurrencedygtige land, og nr. 35 det mindst konkurrencedygtige land.

Af analysen ses det, at Danmark har en af de højeste aktieavancebeskatninger, idet Danmark for dette parameter placeres som nr. 29. Dette medfører, at det ikke er særligt attraktivt at investere i danske selskaber, og samtidig vanskeliggør det adgangen til kapital for danske iværksættere. Dette kan dermed have betydning for, hvorfor parameteret, der angiver antallet af vækstvirksomheder i det pågældende land, ligeledes ligger i den lave ende. Denne undersøgelse fastslår dermed, at dansk iværksætteri ikke på nuværende tidspunkt er tilstrækkeligt konkurrencedygtigt, på trods af at markedet for kapital synes at være på et højt niveau.

Lovgivningsmæssigt har man på det selskabsretlige område løbende forsøgt at tilpasse lovgivningen, således at den følger den praktiske udvikling i erhvervslivet. Man har tidligere fra lovgivningsmagtens side forsøgt sig med at oprette en særskilt selskabsform, iværksætterselskabet, hvor startkapitalen alene skulle udgøre DKK 1. Hensigten hermed var at gøre det let og billigt at starte et selskab, hvilket skulle gavne iværksætermiljøet. Selskabsformen blev imidlertid afskaffet efter bare fem år, grundet misbrug og omgåelse af den øvrige lovgivning.<sup>227</sup>

Selve udviklingen på det selskabsretlige område har man tidligere set fulgt i forhold til anvendelsen af finansieringsinstrumenter. Selskabslovens regler om henholdsvis konvertible gældsbreve og warrants blev, som omtalt i afsnit 3.3.1, indsat på baggrund af inspiration fra udlandet og den praktiske anvendelse i erhvervslivet, hvorfor man ønskede at ensarte reglerne for brugen heraf. Herved blev det for startups muligt efter selskabsloven at opnå finansiering på flere måder.

Selskabsloven gennemgik ved Lov nr. 470 af 12. juni 2009 en betydelig revision. Ved denne revision blev der imidlertid ikke taget hensyn til øvrige finansieringsinstrumenter, på trods af, at 2. selskabsdirektiv giver mulighed for anvendelsen af andre finansieringsinstrumenter end konvertible gældsbreve og warrants. I forhold til at sikre, at lovgrundlaget stemmer overens med ambitionerne fra regeringens side, og ønsket fra erhvervslivet om, at Danmark skal være konkurrencedygtige, bør der formentlig foretages endnu en revision af selskabsloven, hvor der hertil tages højde for nye finansieringsinstrumenter. Dette diskuteres nedenfor i afsnit 7.3.

I tilknytning til ovenstående fremgår det endvidere af SVM-regeringens regeringsgrundlag, at de vil bestræbe sig mod ikke at overimplementere EU-lovgivningen,<sup>228</sup> således at danske selskaber ikke skal overholde unødvendigt restriktive regler. Dette åbner potentielt op for at lempe allerede overimplementerede regler, der er indsat i selskabsloven, hvilket vil kunne gøre den danske selskabslovgivning mere iværksættervenlig.

### **7.3. De lege Ferenda-betragtninger**

Som belyst i nærværende speciale er der flere bestemmelser i selskabsloven, som hindrer anvendelsen af SAFE-notes, navnlig §§ 153 og 158.

---

<sup>226</sup> Se bilag 9

<sup>227</sup> Lov nr. 445, 13. april 2019

<sup>228</sup> Regeringsgrundlag 2022, s. 26



SL § 153 oplister udtømmende, hvorledes en kapitalforhøjelse kan foretages, hvorfor bestemmelsen forhindrer anvendelsen af andre finansieringsinstrumenter end de i bestemmelsen angivne. For at kunne anvende SAFE-notes i overensstemmelse med selskabslovgivningen kræves det således, at SL § 153 enten angiver SAFE-notes som en kapitalforhøjelsesmetode, eller at bestemmelsen ikke anses som værende udtømmende. Det er i afsnit 3.3.1 belyst, at det tidligere har været nødvendigt at foretage lovændringer for at gøre nye finansieringsinstrumenter anvendelige i dansk selskabsret. Selskabslovgivningen har således tidligere stået i vejen for anvendelsen af konvertible gældsbreve og warrants, og på samme måde står selskabsloven nu i vejen for anvendelsen af SAFE-notes. For ikke endnu engang at opleve, at selskabsloven ikke følger udviklingen af finansieringsinstrumenter, taler det for, at en lovændring bør medføre, at der ikke sker en udtømmende oplistning af de måder, hvorpå der kan ske kapitalforhøjelse.

Udover at udvide området i SL § 153 skal man for at kunne anvende SAFE-notes formentlig enten i) udvide området i SL § 167 eller ii) vedtage en tilsvarende bestemmelse gældende for SAFE-notes, idet SL § 167 alene oplister konvertible gældsbreve og warrants. Dette skyldes, at bestemmelsen nærmere regulerer, hvilke krav der skal iagttages ved udstedelsen af hybride finansieringsinstrumenter efter selskabsloven. Bestemmelsen sikrer således, at beskyttelseshensynene i selskabsretten, herunder til kapitalejere, kreditorer og investorer, overholdes ved udstedelsen heraf. Af den grund bør SAFE-notes være underlagt de samme regler, som angivet i SL § 167. Ligeledes bør SAFE-notes være underlagt SL § 168, hvorefter beslutningen om udstedelsen af SAFE-notes optages i vedtægterne, hvorved man tilgodeser hensynet til transparens.

For at udvide området for SL § 167, samt sikre, at man åbner op for anvendelse af flere hybride finansieringsinstrumenter, kan det i ordlyden af SL § 167 indføres, at bestemmelsen tillige finder anvendelse på “værdipapirer, hvortil der er knyttet en tegnings- eller konverteringsret”. Herved vil SL § 167 omfatte både konvertible gældsbreve, warrants, SAFE-notes og andre hybride finansieringsinstrumenter, som kan karakteriseres som et værdipapir, hvortil der er tilknyttet en tegnings- eller konverteringsret. Hvis man indfører “værdipapirer, hvortil der er knyttet en tegnings- eller konverteringsret”, vil SL § 167 være overensstemmende med 2. selskabsdirektivs art. 25, nr. 4. Dermed kan den overimplementering, der er foretaget ved udformningen af SL § 167, lempes. Ved ikke at gøre SL § 167 udtømmende, sikrer man, ligesom nævnt vedrørende SL § 153, at man ikke endnu engang oplever, at selskabsloven afskærer anvendelsen af nye finansieringsinstrumenter.

Ved udstedelsen af SAFE-notes vil der samtidig skulle træffes beslutning om kapitalforhøjelse, hvorfor det kræves, at SAFE-notes opfylder kravene i SL § 158. Som nævnt i afsnit 3.5.3 opstår problemerne ved opfyldelse af kravene i SL § 158, nr. 1, 3 og 6.

Kravet i SL § 158, nr. 1, om angivelse af det mindste og højeste beløb som selskabets kapital skal kunne forhøjes med, og kravet i SL § 158, nr. 3, om angivelse af tegningskursen og kapitalandelenes størrelse eller antal, kan imidlertid godt imødekommes. Der er dog i begge tilfælde risiko for, at angivelsen vil fremstå illusorisk.

Som nævnt i afsnit 3.5.2.3 er det ved angivelse af tegningskursen i SAFE-notes usikkerhed omkring, hvorvidt angivelsen er tilstrækkelig til at udgøre et oplyst grundlag. Dette skyldes, at angivelse af tegningskursen som værdien af selskabet på tidspunktet for den udløsende begivenhed, er forbundet med stor usikkerhed, ligesom en angivelse af henholdsvis en minimums- og maksimumkurs kan fremstå illusorisk. Derfor bør der gives nærmere retningslinjer for,

hvorledes dette krav kan opfyldes, idet der på nuværende tidspunkt ikke synes at være tilstrækkeligt klare retningslinjer herfor.

Kravet i SL § 158, nr. 6, om angivelse af den kapitalklasse, som de nye kapitalandele skal tilhøre, hvis der er eller skal være forskellige kapitalklasser, kan formentlig ikke imødekommes, idet dette for SAFE-notes afhænger af vilkårene ved næste kapitalforhøjelse i det SAFE-udstedende selskab. Dette skyldes, at der på nuværende tidspunkt ikke er klarhed omkring, hvorvidt det er muligt at angive, at kapitalandelene skal tilhøre en ny kapitalklasse, som på beslutningstidspunktet ikke er oprettet i selskabet. Da dette er afgørende for, hvorvidt SAFE-notes kan anvendes i overensstemmelse med selskabsloven bør dette søges afklaret. Denne afklaring bør komme frem til, at det er muligt angive, at kapitalandelene skal tilhøre en ny kapitalklasse, som på beslutningstidspunktet ikke er oprettet i selskabet, idet SAFE-notes herefter vil kunne opfylde kravet i SL § 158, nr. 6.

Såfremt lovgivningsmagten ikke reviderer og/eller vedtager lovregler i selskabsloven, som muliggør anvendelsen af øvrige finansieringsinstrumenter, som allerede ses anvendt i praksis, er konsekvensen, at disse indgås rent aftalebaseret. Der er som nævnt i afsnit 3.6, ikke noget til hinder herfor, idet visse af hensynene bag de selskabsretlige regler dog tilsidesættes. For det første, vil en sådan aftale ikke skulle følge reglerne om registrering hos Erhvervsstyrelsen. Formålet med registreringen er at sikre offentlighed om selskabets forhold, hvilket dermed ikke vil opnås. Kapitalejere, kreditorer og investorer vil deraf ikke have klarhed over ejerforholdene i selskabet, eller over ændringerne i ejerforholdene, såfremt konverteringen på baggrund af den aftalebaserede SAFE-investering gennemføres. For det andet er selskabet ikke bundet af en rent aftalebaseret SAFE-investering, og ej heller af den ejeraftale, der indgås mellem kapital-ejerne, hvori det aftales, at kapitalejerne skal stemme for en konvertering på tidspunktet for den udløsende begivenhed. Sidstnævnte følger af SL § 82.

I tilknytning hertil skal imidlertid nævnes, at en lovregulering ikke eliminerer en aftalebaseret anvendelse af SAFE-notes. Dette ses eksempelvis ved anvendelsen af aftalebaserede konvertible gældsbreve, trods det, at disse er lovreguleret i selskabsloven.

Alt andet lige vil en lovregulering af anvendelsen af SAFE-notes og øvrige hybride finansieringsinstrumenter, som vinder frem i takt med udviklingen i erhvervslivet og påvirkningen fra øvrige lande, sikre en vis transparens omkring forholdene i selskabet. Derudover vil dette også gøre det mere attraktivt at investere i danske startups, både for danske og udenlandske investorer, hvorved også ønsket om at have et konkurrencedygtigt erhvervsliv i Danmark imødekommes.

## **8. Konklusion**

På baggrund af ovenstående kan det konkluderes, at SAFE-notes er et mere fleksibelt finansieringsinstrument end dem, der allerede anvendes i dansk ret. Idet SAFE-notes er udarbejdet som et standarddokument, er fordelene, at parterne sparer tid og omkostninger ved forhandlingerne, samtidig med, at parterne ikke ved aftalens indgåelse skal tage stilling til værdiansættelsen af selskabet. Dette medfører endvidere, at det er lettere at opnå finansiering gennem risikovillige investorer, da investorerne, såfremt selskabet udvikler sig positivt, har mulighed for at opnå en større profit på sigt.

Ulemperne ved SAFE-notes er på den anden side, at det ikke er muligt, hverken for kapitalejere eller potentielle investorer, at udregne ejerforholdene på forhånd. Det er således heller ikke

muligt at udregne den udvanding af ejerandele, som SAFE-investeringen kan medføre for eksisterende kapitalejere, førend den udløsende begivenhed indtræder, idet det er værdiansættelsen på dette tidspunkt, som er afgørende for konverteringen. Dernæst kan anvendelsen af SAFE-notes medføre forvirrende cap tables, såfremt det udstedende selskab opnår kapital gennem udstedelse af SAFE-notes til en række investorer.

På baggrund af nærværende speciales behandling af de selskabsretlige regler for kapitalforhøjelse kan det konkluderes, at SAFE-notes i den af Y Combinator udviklede version, ikke kan anvendes i overensstemmelse med de danske selskabsretlige regler. Dette skyldes først og fremmest SL § 153, stk. 1, som udtømmende angiver, hvorledes en kapitalforhøjelse kan foretages, hvorfor SAFE-notes allerede af den grund ikke kan anvendes i overensstemmelse med dansk ret.

Udstedelsen af SAFE-notes vil formentlig skulle følge samme fremgangsmåde som konvertible gældsbreve og warrants, hvorfor det kræves, at der tillige træffes beslutning om den til SAFE-noten tilhørende kapitalforhøjelse. Hertil gælder, at visse af de i SL § 158 nævnte oplysningskrav vedrørende beslutningen om kapitalforhøjelsen, ikke kan imødekommes ved udstedelse af SAFE-notes.

Der er i SAFE-notes ikke angivet et mindste og højeste beløb som selskabskapitalen kan forhøjes med, hvorfor SL § 158, nr. 1 som udgangspunkt ikke overholdes. Det er imidlertid muligt at efterkomme kravet ved fastsættelse af mindste beløbet som DKK 0 og et vilkårligt højeste beløb. Imidlertid vil det blive et illusorisk højeste beløb for at sikre, at de kapitalandele, som SAFE-investoren efter beregningsmetoden i SAFE-noten erhverver, kan indeholdes i beløbet. Derudover er det ikke muligt at angive, til hvilken kapitalklasse de kapitalandele som SAFE-investoren erhverver, skal tilhøre, idet dette vil afhænge af forholdene ved næste kapitalforhøjelse. SL § 158, nr. 6 kan af den grund ikke overholdes. Endvidere er der betæneligheder ved angivelse af tegningskursen efter SL § 158, nr. 3, idet det er uvist om den beregningsmetode, som angives i SAFE-notes, kan anses for at udgøre et tilstrækkeligt oplyst grundlag i overensstemmelse med Erhvervsstyrelsens praksis.

For at SAFE-notes i den af Y Combinator udviklede version kan anvendes i overensstemmelse med de danske selskabsretlige regler, kræver det således en ændring af selskabsloven. De danske selskabsretlige regler er i vidt omfang baseret på EU's 2. selskabsdirektiv, som det konkluderes, ikke hindrer anvendelsen af SAFE-notes i den af Y Combinator udviklede version. Danmark har derfor valgt en selskabsretlig lovregulering, som stiller strengere krav til danske selskaber, end de minimumsregler, der angives i 2. selskabsdirektiv. Dette indikerer en overimplementering af reglerne i 2. selskabsdirektiv. På den anden side konkluderes det, at de danske selskabsretlige regler om kapitalforhøjelser har en høj grad af beskyttelseshensyn til kapitalejere, kreditorer og investorer, idet disse regler sikrer princippet om transparens. Hertil konkluderes det, at 2. selskabsdirektiv ikke hindrer, at de danske selskabsretlige regler kan åbne op for anvendelsen af SAFE-notes.

Det konkluderes endvidere, at såfremt der ikke i selskabsloven åbnes op for anvendelsen af SAFE-notes, vil disse ud fra den praktiske udvikling i erhvervslivet, formentlig ses anvendt på et rent aftalebaseret grundlag. Konsekvenserne heraf er således, at man ikke opnår den offentlighed, og deraf hensynet til transparens om selskabets forhold, som selskabslovens regler generelt sigter mod. Dernæst vil en aftalebaseret SAFE-note for SAFE-investoren være forbundet med en øget risiko for den allerede risikobetonede investering, idet det udstedende selskab ikke bindes af en sådan aftale. Gennemførelsen af konverteringen på tidspunktet for den udløsende

begivenhed er betinget af aftalen mellem SAFE-investoren og kapitalejerne, herunder den ejer-aftale der indgås mellem kapitalejerne, som stiller krav om, at de skal stemme for konverteringen på tidspunktet for den udløsende begivenhed. Løsningen herpå kan imidlertid være, at det i den aftalebaserede SAFE-note skrives ind, at udstedelsen heraf skal optages i det SAFE-udstedendes selskabs vedtægter. Dette ses blandt andet i den danske version HATCH, og ligeledes i den svenske version WISE. Henholdsvis HATCH, WISE og den norske version SLIP, er eksempler på, hvorledes man har forsøgt at tilpasse den af Y Combinator udviklede SAFE-note. Dette indikerer tillige, at man også i de øvrige nordiske lande forsøger at lette muligheden for at opnå kapital for startups.

Uanset de selskabsretlige problemer ved anvendelsen af SAFE-notes konkluderes det, at der rent skatteretligt ikke er taget endelig stilling til, hvorledes SAFE-notes som finansieringsinstrument skal karakteriseres. Retstilstanden på det skatteretlige område er derfor forbundet med stor usikkerhed, hvilket gør anvendelsen af SAFE-notes mindre attraktivt. Såfremt den skattemæssige retsstilling klarlægges, vil man alt efter, hvordan SAFE-notes beskattes, se en stigende anvendelse heraf, eller måske slet ingen anvendelse.

Det kan konkluderes, at de danske selskabsretlige regler halter bagud i forhold til reguleringen af de finansieringsinstrumenter, der udvikles i det praktiske erhvervsliv. Dette har man set i forhold til indførelsen af reglerne om konvertible gældsbreve i lovændringen af aktieselskabsloven af 1973, og senest warrants ved lovændringen af aktieselskabsloven af 1992. Både konvertible gældsbreve og warrants blev lovkodificeret på baggrund af en praktisk anvendelse heraf. Dette viser, at man fra lovgivningsmagtens side så sig nødsaget til at lovregulere disse finansieringsinstrumenter, for at sikre en ensartet anvendelse heraf, samt sikre, at beskyttelseshensynene ved anvendelsen blev iagttaget. De selskabsretlige regler bør dermed udformes således, at de i stedet for at stille hindringer for udviklingen, bistår denne. Herefter vil Danmark kunne opnå et attraktivt iværksætermiljø, og være konkurrencedygtige, således at man sikrer startups de bedst mulige vilkår, hvilket vil gavne væksten i dansk økonomi.

Baseret på ovenstående kan den indledende hypotese ligeledes besvares. Heraf må det konstateres, at den opstillede hypotese delvis må bekræftes og afkræftes. Tilbagemeldingerne fra danske advokatselskaber, konsulenthus og investeringsselskaber konstaterer, at der i praksis er en efterspørgsel på mere simple finansieringsinstrumenter, samt at der ligeledes også er en specifik efterspørgsel på SAFE-notes. Ud fra vurderingen af fordelene ved SAFE-notes, vil SAFE-notes som finansieringsinstrument kunne imødekomme efterspørgslen på mere simple finansieringsinstrumenter. Imidlertid hindrer selskabsloven anvendelsen af SAFE-notes, samtidig med, at den skatteretlige kvalifikation af SAFE-notes fortsat er uafklaret. Sidste led af hypotesen må således afkræftes, idet SAFE-notes på nuværende tidspunkt ikke i overensstemmelse med selskabsloven kan imødekomme den efterspørgsel, som ses på mere simple finansieringsinstrumenter.

## Litteratur

### **Love, lovforarbejder, bekendtgørelser mv.**

Agreement on the European Economic Area, 2014. (**Agreement on EEA, 2013**)

Aktiebolagslagen (2005:551), Rigsdagen, SE. (**Aktiebolagslagen**)

Besvarelse af spørgsmål 1 ad L 82 stillet af udvalget den 24. november 2020. **(Besvarelse af spg. 1 ad L 82, 24. november 2020.)**

Betænkning nr. 1251/1993 - om forenkling af anpartsselskabsloven. **(Bet. nr. 1251/1993)**

Betænkning nr. 1498/november 2008: Modernisering af Selskabsretten. **(Bet. nr. 1498/2008)**

Betænkning nr. 362/1964 - om revision af aktieselskabslovgivningen. **(Bet. nr. 362/1964)**

Betænkning over I. forslag til lov om aktieselskabet og II. forslag til lov om anpartsselskaber (Afgivet af erhvervsudvalget den 24. maj 1973.). **(Bet. over I. forslag til lov om aktieselskabet og II. forslag til lov om anpartsselskaber)**

Betænkning; 1969 nr. 540 om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning, afgivet af det af Handelsministeriet d. 6. november 1964 nedsatte udvalg. **(Bet. 1969, nr. 540)**

Erhvervsstyrelsens notat af 5.12.2006 vedr. ASL § 32. **(Erhvervsstyrelsens notat af 5.12.2006)**

Finansloven 2010 med tekst og anmærkninger, Finansministeriet. **(Finansloven 2010)**

Finansloven 2011 med tekst og anmærkninger, Finansministeriet. **(Finansloven 2011)**

Finansloven 2012 med tekst og anmærkninger, Finansministeriet. **(Finansloven 2012)**

Finansloven 2013 med tekst og anmærkninger, Finansministeriet. **(Finansloven 2013)**

Finansloven 2014 med tekst og anmærkninger, Finansministeriet. **(Finansloven 2014)**

Finansloven 2015 med tekst og anmærkninger, Finansministeriet. **(Finansloven 2015)**

Finansloven 2016 med tekst og anmærkninger, Finansministeriet. **(Finansloven 2016)**

Finansloven 2017 med tekst og anmærkninger, Finansministeriet. **(Finansloven 2017)**

Finansloven 2018 med tekst og anmærkninger, Finansministeriet. **(Finansloven 2018)**

Finansloven 2019 med tekst og anmærkninger, Finansministeriet. **(Finansloven 2019)**

Finansloven 2020 med tekst og anmærkninger, Finansministeriet. **(Finansloven 2020)**

Finansloven 2021 med tekst og anmærkninger, Finansministeriet. **(Finansloven 2021)**

Finansloven 2022 med tekst og anmærkninger, Finansministeriet. **(Finansloven 2022)**

Forslag til Finansloven 2023 med tekst og anmærkninger 2023, Finansministeriet. **(Forslag til Finansloven 2023, vedtaget d. 24 april 2023)**

Justis- og politidepartementet (2002). Tolkningssuttalelse fra lovavdelingen. § 11-6 - *Allmennaksjeloven § 11-6 annet ledd – suksessiv melding til Foretaksregisteret*, Regjeringen.no. **(Tolkningssuttalelse, 2002)**

Lagrådsremiss, Några aktiebolagsrättsliga frågor, 18. januar 2007, Regeringen og Lagrådet. **(Regeringen og Lagrådet, 18. januar 2007)**

L 82 Bilag 3, Erhvervsudvalget 2020-21. **(L 82, Bilag 3)**

Lov 1922-04-10 nr. 149 om indkomstskat til staten, Statsskatteloven (SL). **(Lov 1922-04-10 nr. 149)**

Lov nr. 1060 af 23-12-1992 - Lov om ændring af lov om aktieselskaber, lov om anpartsselskaber og lov om visse selskabers aflæggelse af årsregnskab m.v. **(Lov nr. 1060 af 23-12-1992)**

Lov nr. 123 - Aktieselskabsloven af 15. april 1930. **(Lov nr. 123, 15. april 1930)**

Lov nr. 379 af 13. juni 1973: Aktieselskabsloven af 1973. **(Lov nr. 379, 13. juni 1973)**

Lov 445 af 13. april 2019 om ændring af selskabsloven og årsregnskabsloven **(Lov nr. 445, 13. april 2019)**

Lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber. **(Lov nr. 470, 12. juni 2009)**

Lov nr. 649 af 15.06.2006 - Aktieselskabsloven. **(Lov nr. 649, 15. juni 2006)**

Lov nr. 650 af 15.06.2006 - Anpartsselskabsloven. **(Lov nr. 650, 15. juni 2006)**

Lovbekendtgørelse 2019-07-23 nr. 763 om aktie- og anpartsselskaber, Selskabsloven (SEL). **(Lovbkg. 2019-07-23 nr. 763)**

Lovbekendtgørelse 2021-01-29 nr. 172 om den skattemæssige behandling af gevinst og tab ved afståelse af aktier m.v., Aktieavancebeskatningsloven (ABL). **(Lovbkg. 2021-01-29 nr. 172)**

Lovbekendtgørelse 2021-06-14 nr. 1284 om indkomstskat for personer m.v., Personskatteloven (PSL). **(Lovbkg. 2021-06-14 nr. 1284)**

Lovbekendtgørelse 2022-08-22 nr. 1241 Selskabsskatteloven. **(Lovbkg. 2022-08-22 nr. 1241)**

Lovbekendtgørelse 2022-09-29 nr. 1390 om skattemæssig behandling af gevinst og tab på fordringer, gæld og finansielle kontrakter. **(Lovbkg. 2022-09-29 nr. 1390)**

Lovbekendtgørelse 2022-11-09 nr. 1451 om aktie- og anpartsselskaber (SL). **(Lovbkg. 2022-11-09 nr. 1451)**

Loven af 13. juni 1977 nr. 34 om allmennaksjeselskaber («allmennaksjeloven»). **(Loven af 13. juni 1977 nr. 34)**

Loven af 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaber («aksjeloven»). **(Loven af 13. juni 1997 nr. 44)**

Lovforslag nr. L 171: Lov om aktieselskaber 31. januar 1973. **(Lovforslag nr. L 171)**

Lovforslag nr. L 170, Folketingsåret 2008-09, Forslag til Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven). **(Lovforslag nr. L 170)**

Lovforslag nr. L 61. Fremsat den 28. oktober 1992: Forslag til Lov om ændring af lov om aktieselskaber, lov om anpartsselskaber og lov om visse selskabers aflæggelse af årsregnskab m.v. **(Lovforslag nr. L 61)**

Ny aktiebolagslag, R. p. **(Ny aktiebolagslag)**

Odelstingsproposisjon nr. 19 om lov om aksjeselskaber, 1974-1975 **(Ot.prp. nr. 19)**

## Direktiver

68/151/EØF: Rådets Første Direktiv af 9. marts 1968. (1968). De Europæiske Fællesskabers Tidende. **(1. selskabsdirektiv)**

77/91/EØF: Rådets Andet Direktiv af 13. december 1976. (1976). De Europæiske Fællesskabers Tidende. **(2. selskabsdirektiv)**

2017/1132: Rådets Direktiv af 14. juni 2017 – kodifikation af visse aspekter af selskabsretten vedrørende selskaber med begrænset ansvar (2017). De Europæiske Fællesskabers Tidende. **(2017/1132, 14. juni 2017)**

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2017/1132 af 14. juni 2017 om visse aspekter af selskabsretten. **((EU) 2017/1132 af 14. juni 2017)**

## Praksis

SKM 2007.637.VLR, B-1246-06 (Vestre Landsret 28. august 2007). **(SKM 2007.637.VLR)**

SKM 2011.213.SR - Bindende svar (Skatterådet 24. marts 2011). **(SKM 2011.213.SR)**

SKM 2020.423 SR - Bindende svar, SKM 2020.423 SR (Skatterådet 29. september 2020). **(SKM 2020.423 SR)**

SKM 2022.259 LSR - Afgørelse, SKM 2022.259 LSR (Landsskatteretten 07. februar 2022). **(SKM 2022.259 LSR)**

TfS 1989.246 LSR, 1989-5-84 (Landsskatteretten 7. februar 1989). **(TfS 1989.246)**

TfS 1989.433 LSR, 1989-5-331 (Landsskatteretten 10. maj 1989). **(TfS 1989.433)**

TfS 1989.671 LSR, 1989-5-620 (Landsskatteretten 24. oktober 1989). **(TfS 1989.671)**

TfS 1990.187 LSR, 1990-5-56 (Landsskatteretten 2. februar 1990). **(TfS 1990.187)**

TfS 1992.78 H (Højesteret 11. december 1991). **(TfS 1992.78 H)**

U 1977.80/2 H (Højesteret den 9. december 1976). **(U 1977.80/2 H)**

## Juridiske vejledninger

Skatteforvaltningen (2020). *C.B.1.2.1 Fordringer, gæld og finansielle kontrakter omfattet af kursgevinstloven Indhold*. Hentet marts 2023 fra Den juridiske vejledning: <https://skat.dk/data.aspx?oid=1945980&chk=216701> **(JV, C.B.1.2.1, 2020)**

Skatteforvaltningen (2020). *C.B.1.8.1 Overordnede principper for beskattningen af finansielle kontrakter Indhold*. Hentet marts 2023 fra Den juridiske vejledning: <https://skat.dk/data.aspx?oid=1946044&chk=216701> **(JV, C.B.1.8.1, 2020)**

Skatteforvaltningen (2020). *C.B.2.1.1.12 Forklaring af konvertible obligationer*. Hentet marts 2023 fra Den juridiske vejledning: <https://skat.dk/data.aspx?oid=1946251&chk=216701> **(JV, C.B.2.1.1.12, 2020)**

Skatteforvaltningen (2022). *C.B.1.8.1 Overordnede principper for beskattningen af finansielle kontrakter Indhold*. Hentet marts 2023 fra Den juridiske vejledning: <https://skat.dk/data.aspx?oid=1946044&chk=217943> (JV, C.B.1.8.1, 2022)

Skatteforvaltningen (2023). *C.B.2.1.1.22 Forklaring af tegningsret*. Hentet april 2023 fra Den juridiske vejledning: <https://skat.dk/data.aspx?oid=1946261> (JV, C.B.2.1.1.22, 2023)

## Rapporter og analyser

*Anbefalingerne for god Selskabsledelse*. Komitéen for god Selskabsledelse, 2020. (Anbefalingerne for god Selskabsledelse, 2020)

Dansk Erhverv (september 2021). *Adgang til kapital er største barriere for vækst i startups*. Hentet april 2023 fra Dansk Erhverv, Politik og Analyser: <https://www.danskerhverv.dk/politik-og-analyser/analyser/2021/september/adgang-til-kapital-er-storste--barriere-for-vakst-i-startups/> (Dansk Erhverv, 2021)

Dansk Erhverv (2022). *Digitale rapporter. Iværksætter*. Hentet maj 2023 fra <https://www.danskerhverv.dk/noegletalsrapporter/iværksætter/?fbclid=IwAR1e3I2dGEjWdSTfraYo3LARLTxHDVnAEm4lcip5wq-LuJMH8I9mFUIduE> maj (Dansk Erhverv, Iværksætter, 2022)

Danmarks Erhvervsfremmebestyrelse (2020). *Erhvervsfremme i Danmark 2020-2023*. Sekretariat ved Erhvervsstyrelsen. (Danmarks Erhvervsfremmebestyrelse, 2020)

Dansk Erhverv (2022). *Konkurrenceevnebarometer 2022*. Hentet april 2023 fra <https://www.danskerhverv.dk/rammevilkar/> (Dansk Erhverv, Konkurrenceevnebarometer 2022)

Regeringen (2018). *Redegørelse om vækst og konkurrenceevne 2018*. Erhvervsministeriet. (Regeringen, Redegørelse om vækst og konkurrenceevne 2018)

Regeringen (2022). *Regeringsgrundlag 2022*. Statsministeriet. (Regeringsgrundlag 2022)

Skatteministeriet (2. november 2022). *Personskatteloven*. Hentet april 2023 fra Skatteministeriet: <https://www.skm.dk/skattetal/satser/satser-og-beloebsgraenser-i-lovgivningen/personskatteloven/> (Skatteministeriet, 2022)

## Bøger

Andenæs, M. H. (2006). *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper* (Årg. 3. udgave). M.H. Andenæs. (Andenæs, 2006)

Andenæs, M. H. (2007). *Selskabsrett* (Årg. 1. udgave). M.H. Andenæs. (Andenæs, 2007)

Andersen, P. K. (2021). *Aktie- og anpartsselskabsret. Kapitalselskaber*. (Årg. 15. udgave). Djøf Forlag. (Andersen P. K., 2021)

Andersen, T. K. (2013). *Private Equity – Transaktioner, aftaler og regulering* (Årg. 1. udgave). Djøf Forlag. (Andersen T. K., 2013)



Andersson, S., Johansson, S., & Skog, R. (2013). *Aktiebolagslagen, En Kommentar, Del II, kap. 11-22, Med supplement 8, februari 2013* (Årg. 1. udgave) Norstedts Juridik. **(Andersson m.fl., 2013)**

Aarbakke, M., Aarbakke, A., Knudsen, G., Ofstad, T. & Skåre, J. (2012). *Aksjeloven og allmennaksjeloven Kommentartutgave* (Årg. 3. udgave). Universitetsforlaget. **(Aarbakke m.fl., 2012)**

Bunch, L. (2010). *Paragrafnøgle - sammenhængen mellem tidligere og nuværende selskabslove* (Årg. 1. udgave). Thomson Reuters. (Andenæs, Selskabsrett, 2007) **(Bunch, 2010)**

Bunch, L., & Whitt, S. C. (2018). *Selskabsloven med kommentarer* (Årg. 3. udgave). Karnov Group. **(Bunch & Whitt, 2018)**

Bunch, L., Rosenberg, I., & Sneholt, L. (1999). *A/S' loven med kommentarer* (Årg. 6. udgave). Forlaget Thomson. **(Bunch, Rosenberg, & Sneholt, 1999)**

Bunch, L., Rosenberg, I., & Sneholt, L. (2007). *A/S' loven med kommentarer* (Årg. 7. udgave). Forlaget Thomson. **(Bunch, Rosenberg, & Sneholt, 2007)**

Bundgaard, J. (2006). *Skatteret & Civilret* (Årg. 1. udgave). Thomson. **(Bundgaard, 2006)**

Christensen, J. S. (2012). *Selskabsloven med kommentarer* (Årg. 1. udgave). Karnov Group. **(Christensen, 2012)**

Christensen, J. S. (2021). *Kapitalselskaber - aktie- og anpartsselskabsret* (Årg. 6. udgave). Karnov Group. **(Christensen, 2021)**

Evald, J. (2020). *Juridisk teori, metode og videnskab* (Årg. 2. udgave). Djøf Forlag. **(Evald, 2020)**

Gallo, S., & Verdoliva, V. (2022). *Private Equity and Venture Capital - Theory, Evolution and Valuation* (Årg. 1. udgave). Springer. **(Gallo & Verdoliva, 2022)**

Græsvænge, B., Larsen, V. & Roelsen, A. (1973). *Aktieselskabsloven af 1973 med kommentarer* (Årg. 1. udgave). G.E.C GAD. **(Græsvænge, Larsen, & Roelsen, 1973)**

Græsvænge, B., Larsen, V. & Thomsen, N. (1983). *Aktieselskabsloven med kommentarer* (Årg. 2. udgave). G.E.C GAD. **(Græsvænge, Larsen, & Thomsen, 1983)**

Hansen, J. L. (2018). *Selskabsloven: De første 100 år* (Årg. 1. udgave). Djøf Forlag. **(Hansen, 2018)**

Hansen, S. F., & Krenchel, J. (2017). *Dansk selskabsret 1. Indledning til selskabsretten* (Årg. 5. udgave). Karnov group. **(Hansen & Krenchel, 2017)**

Kjær, M., & Vogt, H. (2020). *En dansk retshistorie. Fra middelalder til grundlov*. ExTuto Publishing. **(Kjær & Vogt, 2020)**

Krenchel, H. B., & Jacobsen, E. (1949). *Aktieselskabsloven af 15. april 1930.: Haandbog i dansk Aktieret* (Årg. 1. udgave). Kbh. **(Krenchel & Jacobsen, 1949)**

Krenchel, H., & Jacobsen, E. (1954). *Aktieselskabsloven af 15. april 1930.: Haandbog i dansk Aktieret* (Årg. 2. udgave). Kbh. **(Krenchel & Jacobsen, 1954)**

Krenchel, J. V., & Hansen, S. F. (2020). *Introduktion til dansk selskabsret - Indledning til selskabsretten. Kapitalselskaber* (Årg. 6. udgave). Karnov Group. **(Krenchel & Hansen, 2020)**

Kure, H. (2021). *Finansieringsret* (Årg. 3. udgave). Karnov Group. **(Kure, 2021)**

Pedersen, J., Kerzel, M., Ferniss, J., & Eriksen, C. H. (2021). *Skatteretten 1* (Årg. 9. udgave). Karnov Group. **(Skatteretten 1, 2021)**

Pedersen, J., Kerzel, M., Ferniss, J., & Eriksen, C. H. (2021). *Skatteretten 2* (Årg. 9. udgave). Karnov Group. **(Skatteretten 2, 2021)**

Rodhe, K. (2000). *Aktiebolagsrätt* (Årg. 19. udgave). Norstedts juridik. **(Rodhe, 2000)**

Rosenberg, I., Sneholt, L., & Thomsen, N. (1999). *A/S' loven med kommentarer* (Årg. 6. udgave). Forlaget Thomson. **(Rosenberg, Sneholt, & Thomsen, 1999)**

Sandström, T. (2017). *Svensk aktiebolagsrätt* (Årg. 6. udgave). Wolters Kluwer. **(Sandström, 2017)**

Schaumburg-Müller, P. (2020). *Kapitalselskaber – aktie- og anpartsselskaber* (Årg. 9. udgave). Djøf Forlag. **(Schaumburg-Müller, 2020)**

Schaumburg-Müller, P., & Werlauff, E. (2008). *Werlauff's kommenterede Aktieselskabslov* (Årg. 3. udgave). Djøf Forlag. **(Schaumburg-Müller & Werlauff, 2008)**

Schaumburg-Müller, P., & Werlauff, E. (2009). *Werlauff's kommenterede Anpartsselskabslov* (Årg. 2. udgave). Djøf Forlag. **(Schaumburg-Müller & Werlauff, 2009)**

Schaumburg-Müller, P., & Werlauff, E. (2020). *Selskabsloven med kommentarer* (Årg. 3. udgave). Djøf Forlag. **(Schaumburg-Müller & Werlauff, 2020)**

Sneholt, L., & Thomsen, N. (1993). *A/S' loven med kommentarer* (Årg. 5. udgave). Forlaget GadJura. **(Sneholt & Thomsen, 1993)**

Svensson, B., & Danelius, J. (2005). *Nye Aktiebolagslagen, Reglerne från den 1 januari 2006* (Årg. 1. udgave). Tholin & Larsson. **(Svensson & Danelius, 2005)**

Sørensen, K. E. (2021). *Selskabsstrukturer* (Årg. 2. udgave). Djøf Forlag. **(Sørensen K. E., 2021)**

Sørensen, K. E., & Danielsen, J. H. (2022). *EU-retten* (Årg. 8. udgave). Djøf Forlag. **(Sørensen & Danielsen, 2022)**

Werlauff, E. (1989). *Werlauff Selskabsret* (Årg. 1. udgave). Gad. **(Werlauff, 1989)**

Werlauff, E. (1999). *Werlauff's kommenterede Aktieselskabslov* (Årg. 1. udgave). Greens§Jura. **(Werlauff, 1999)**

Werlauff, E. (2002). *EU-selskabsret* (Årg. 3. udgave). Djøf Forlag. **(Werlauff, EU-selskabsret, 2002)**

Werlauff, E. (2002). *Werlauff's kommenterede Aktieselskabslov*, (Årg. 2. udgave). Greens§Jura. **(Werlauff's kommenterede Aktieselskabslov, 2002)**

Werlauff, E. (2019). *Selskabsret* (Årg. 11. udgave). Karnov Group. **(Werlauff, 2019)**

## Artikler

Bundgaard, J. (2012). Konventionelle konvertible instrumenter (I). *SR-SKAT Online*, s. 1-9. **(Bundgaard, 2012)**

Bundgaard, J. (maj 2022). Note alternative securities – Lidt om Simple Agreement for Future Equity (SAFE's) og skattesystemets udfordringer med innovative finansieringsinstrumenter. *Taxo*. **(Bundgaard, 2022)**

Danish Venture Capital and Private Equity Association. (u.d.). *Venturekapital i Danmark - Hvor går jeg hen?* Danish Venture Capital and Private Equity Association. **(Venture Capital)**

Danmarks Eksport- og Investeringsfond. (4. januar 2023). Iværksætteråret: Så mange virksomheder blev stiftet i 2022. *Via Ritzau*. **(Danmarks Eksport- og Investeringsfond, 2023)**

Dansk Erhverv. (2021). *Danmark er fortsat bagud med risikovillig kapital og investeringer til iværksættere*. Dansk Erhverv. **(Dansk Erhverv, Danmark er fortsat bagud med risikovillig kapital og investeringer til iværksættere, 2021)**

Dansk Erhverv. (2021). *Hver tredje startup ville søge crowdfunding, hvis det var mere tilgængeligt i Danmark*. Dansk Erhverv. **(Dansk Erhverv, Hver tredje startup ville søge crowdfunding, hvis det var mere tilgængeligt i Danmark, 2021)**

Dansk Erhverv. (2022). *Danskernes iværksætterlyst er steget*. Dansk Erhverv. **(Dansk Erhverv, Danskernes iværksætterlyst er steget, 2022)**

Dansk Erhverv. (2022). *Den nye regering lover iværksætterstrategi for 300 mio. kr.* Dansk Erhverv. **(Dansk Erhverv, Den nye regering lover iværksætterstrategi for 300 mio. kr., 2022)**

Dansk Erhverv. (2022). *Fremgang for det danske startupøkosystem*. Dansk Erhverv. **(Dansk Erhverv, Fremgang for det danske startupøkosystem, 2021)**

Elmborg, M. (oktober 2021). *The European Founder's Guide To Equity, Convertible And SAFE Financing*. Hentet marts 2023 fra Forbes: <https://www.forbes.com/sites/melindaelmborg/2021/10/12/the-european-founders-guide-to-equity-convertible-and-safe-financing/?sh=547f08c75daa> **(Elmborg, 2021)**

Erhvervsministeriet. (februar 2019). *Iværksætterselskaber afskaffes og kapitalkrav for anpartselskaber nedsættes*. Hentet april 2023 fra Erhvervsministeriet: <https://em.dk/nyhedsarkiv/2019/februar/ivaerksaetterselskaber-afskaffes-og-kapitalkrav-for-anpartsselskaber-nedsaettes/> **(Erhvervsministeriet, 2019)**

Kielland, A. (december 2017). *Venture Debt - en ny finansieringsmulighed for danske iværksættere?* Hentet februar 2023 fra Research CBS: <https://research.cbs.dk/en/publications/venture-debt-en-ny-finansieringsmulighed-for-danske-iv%C3%A6rks%C3%A6ttere> **(Kielland, 2017)**

Lidman, E. (december 2019). Nordic Cooperation on the Implementation of EU Company Law. *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*(4). **(Lidman, 2019)**

McDonald, M. T., Rock, B., & Reid, M. E. (30. juli 2020). *Demystifying SAFEs: The good, the bad, and the ugly*. Hentet marts 2023 fra Lexology: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=c2d75185-4416-48c4-a5ef-c5b678d36d11> (**McDonald m.fl., 2020**)

Nielsen, M. V., & Lassen, L. (2022). Simple Agreement for Future Equity – et dansk perspektiv. *Revision og Regnskabsvæsen*. (**Nielsen og Lassen, 2022**)

Skog, R. (juli 2005). Den nya svenska aktiebolagslagen – en översikt. *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*(3). (**Skog, 2005**)

Vinther, N., & Werlauff, E. (2003). Når civilretten fraviges i skatteretlig sammenhæng - en kritisk kommentar til TfS 2003, 113 LR. *Tidsskrift for Skatter og afgifter 2003*, 345(345). (**Vinther & Werlauff, 2003**)

## Websteder

Bolagsverket. (maj 2023). *Innehåll i förslag om teckningsoptioner*. Hentet fra bolagsverket maj 2023: <https://bolagsverket.se/foretag/aktiebolag/drivaaktiebolag/okaellerminskaaktiekapitalet/teckningsoptioner/forslagomteckningsoptioner/innehalliforslagomteckningsoptioner.657.html> (**Bolagsverket, Innehåll i förslag om teckningsoptioner, 2023**)

Bolagsverket. (Maj 2023). *Privat eller publikt aktiebolag?* Hentet fra Bolagsverket maj 2023: <https://bolagsverket.se/foretag/aktiebolag/startaaktiebolag/privatellerpubliktaaktiebolag.527.html> (**Bolagsverket, Privat eller publikt aktiebolag?, 2023**)

Byrenius, E. (u.d.). *WISE Convertible*. Hentet fra StartupTools april 2023: <https://startuptools.org/se/wise-convertible/> (**StartupTools**)

eStatistik.dk. (2022). *Status på dansk iværksættereri 2022*. (**eStatistik.dk, 2022**)

Graham, P. (July 2007). *The Equity Equation*. Hentet februar 2023 fra Paul Graham: <http://paulgraham.com/equity.html> (**Graham, 2007**)

Graham, P. (March 2012). *How Y Combinator started*. Hentet Februar 2023 fra Paul Graham : <http://www.paulgraham.com/ycstart.html> (**Graham, 2012**)

Levy, C. (u.d.). *Safe Financing Documents*. Hentet februar 2023 fra Y Combinator: <https://www.ycombinator.com/documents#about> (**Levy, u.d.**)

Nordal, S. (10. juni 2021). *RESOURCES*. Hentet marts 2023 fra Startuplab: <https://startuplab.no/resources> (**Nordal, 2021**)

Nordal, S. (den 10. juni 2021). *Om Startup's Lead Investment Paper by SANDS (SLIP)*. Hentet fra StartupLab Resources: [https://docs.google.com/document/d/19ipwMHcpKudr9oG-fcfCMm\\_Wa3DLQmWdw/edit](https://docs.google.com/document/d/19ipwMHcpKudr9oG-fcfCMm_Wa3DLQmWdw/edit) april 2023 (**Om SLIP, 2021**)

Nordisk Råd og Nordisk Ministerråd. (u.d.). *Nordisk samarbejde*. Hentet marts 2023 fra Norden: <https://www.norden.org/da> (**Nordisk Råd og Nordisk Ministerråd, u.d.**)

Sands (u.d.). *Våre fagfelt*. Hentet marts 2023 fra Sands: <https://www.sands.no/kompetanseomrader/> (**Sands**)

SeedBlink Knowledge (18. januar 2021). *Introduction to SAFE financial instrument & how it works*. Hentet februar 2023 fra SeedBlink Blog: <https://seedblink.com/en/2021-01-18-introduction-to-safe-financial-instrument-how-it-works> (**SeedBlink, 2021**)

Startuplab (u.d.). *ABOUT*. Hentet februar 2023 fra Startuplab: <https://startuplab.no/about> (**Startuplab**)

Startuplab (u.d.). *Resources*. Hentet februar 2023 fra Startuplab: <https://startuplab.no/resources> (**Startuplab, documents**)

Startuplab (april 2019). *Introducing the SLIP: Norwegian Startup's Lead Investment Paper*. Hentet april 2023 fra Startuplab medium: <https://startuplabno.medium.com/introducing-the-slip-norwegian-startups-lead-investment-paper-c794acc09d55> (**Startuplab, 2019**)

Thomson Reuters. (u.d.). *Glossary. Simple Agreement for Future Equity (SAFE)*. Hentet februar 2023 fra Thomson Reuters Practical Law: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-001-0673?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-001-0673?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true) (**Thomson Reuters, u.d.**)

Vækstfonden. (u.d.). *Finansiering med egenkapitalinvestering*. Hentet februar 2023 fra Virksomhedsguiden: <https://virksomhedsguiden.dk/content/ydelser/finansiering-med-egenkapital-investering/df3618bf-8647-4394-8543-5d89d9224960/> (**Vækstfonden**)

Y Combinator. (u.d.). *What Happens at YC*. Hentet Februar 2023 fra Y Combinator: <https://www.ycombinator.com/about> (**YC, About**)

Y Combinator. (u.d.). *Safe User Guide*. Hentet februar 2023 fra Safe Financing Documents: <https://www.ycombinator.com/documents> (**YC, Safe User Guide**)

Y Combinator. (u.d.). *Top Private YC Companies - 2023*. Hentet februar 2023 fra Y Combinator: <https://www.ycombinator.com/topcompanies> (**YC, Top Private YC Companies**)

Y Combinator. (u.d.). *Frequently Asked Questions*. Hentet februar 2023 fra Y Combinator: <https://www.ycombinator.com/faq> (**YC, FAQ**)

Zeppa, S. L., & Kreider, A. S. (6. maj 2015). *SAFEs and KISSes Poised to Be the Next Generation of Startup Financing*. Hentet februar 2023 fra The National Law Review: <https://www.natlawreview.com/article/safes-and-kisses-poised-to-be-next-generation-startup-financing> (**Zeppa & Kreider, 2015**)

## POST-MONEY VALUATION CAP

## BILAG 1

THIS INSTRUMENT AND ANY SECURITIES ISSUABLE PURSUANT HERETO HAVE NOT BEEN REGISTERED UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED (THE “**SECURITIES ACT**”), OR UNDER THE SECURITIES LAWS OF CERTAIN STATES. THESE SECURITIES MAY NOT BE OFFERED, SOLD OR OTHERWISE TRANSFERRED, PLEDGED OR HYPOTHECATED EXCEPT AS PERMITTED IN THIS SAFE AND UNDER THE ACT AND APPLICABLE STATE SECURITIES LAWS PURSUANT TO AN EFFECTIVE REGISTRATION STATEMENT OR AN EXEMPTION THEREFROM.

[COMPANY NAME]

## SAFE

## (Simple Agreement for Future Equity)

THIS CERTIFIES THAT in exchange for the payment by [Investor Name] (the “**Investor**”) of \$[ ] (the “**Purchase Amount**”) on or about [Date of Safe], [Company Name], a [State of Incorporation] corporation (the “**Company**”), issues to the Investor the right to certain shares of the Company’s Capital Stock, subject to the terms described below.

This Safe is one of the forms available at <http://ycombinator.com/documents> and the Company and the Investor agree that neither one has modified the form, except to fill in blanks and bracketed terms.

The “**Post-Money Valuation Cap**” is \$[ ]. See **Section 2** for certain additional defined terms.

1. *Events*

(a) **Equity Financing.** If there is an Equity Financing before the termination of this Safe, on the initial closing of such Equity Financing, this Safe will automatically convert into the greater of: (1) the number of shares of Standard Preferred Stock equal to the Purchase Amount divided by the lowest price per share of the Standard Preferred Stock; or (2) the number of shares of Safe Preferred Stock equal to the Purchase Amount divided by the Safe Price.

In connection with the automatic conversion of this Safe into shares of Standard Preferred Stock or Safe Preferred Stock, the Investor will execute and deliver to the Company all of the transaction documents related to the Equity Financing; *provided*, that such documents (i) are the same documents to be entered into with the purchasers of Standard Preferred Stock, with appropriate variations for the Safe Preferred Stock if applicable, and (ii) have customary exceptions to any drag-along applicable to the Investor, including (without limitation) limited representations, warranties, liability and indemnification obligations for the Investor.

(b) **Liquidity Event.** If there is a Liquidity Event before the termination of this Safe, the Investor will automatically be entitled (subject to the liquidation priority set forth in Section 1(d) below) to receive a portion of Proceeds, due and payable to the Investor immediately prior to, or concurrent with, the consummation of such Liquidity Event, equal to the greater of (i) the Purchase Amount (the “**Cash-Out Amount**”) or (ii) the amount payable on the number of shares of Common Stock equal to the Purchase Amount divided by the Liquidity Price (the “**Conversion Amount**”). If any of the Company’s securityholders are given a choice as to the form and amount of Proceeds to be received in a Liquidity Event, the Investor will be given the same choice, *provided* that the Investor may not choose to receive a form of consideration that the Investor would be ineligible to receive as a result of the Investor’s failure to satisfy any requirement or limitation generally applicable to the Company’s securityholders, or under any applicable laws.

Notwithstanding the foregoing, in connection with a Change of Control intended to qualify as a tax-free reorganization, the Company may reduce the cash portion of Proceeds payable to the Investor by the amount determined by its board of directors in good faith for such Change of Control to qualify as a tax-free reorganization for U.S. federal income tax purposes, provided that such reduction (A) does not reduce the total Proceeds payable to such Investor and (B) is applied in the same manner and on a pro rata basis to all securityholders who have equal priority to the Investor under Section 1(d).

(c) **Dissolution Event.** If there is a Dissolution Event before the termination of this Safe, the Investor will automatically be entitled (subject to the liquidation priority set forth in Section 1(d) below) to receive a portion of Proceeds

## POST-MONEY VALUATION CAP

equal to the Cash-Out Amount, due and payable to the Investor immediately prior to the consummation of the Dissolution Event.

(d) **Liquidation Priority.** In a Liquidity Event or Dissolution Event, this Safe is intended to operate like standard non-participating Preferred Stock. The Investor's right to receive its Cash-Out Amount is:

(i) Junior to payment of outstanding indebtedness and creditor claims, including contractual claims for payment and convertible promissory notes (to the extent such convertible promissory notes are not actually or notionally converted into Capital Stock);

(ii) On par with payments for other Safes and/or Preferred Stock, and if the applicable Proceeds are insufficient to permit full payments to the Investor and such other Safes and/or Preferred Stock, the applicable Proceeds will be distributed pro rata to the Investor and such other Safes and/or Preferred Stock in proportion to the full payments that would otherwise be due; and

(iii) Senior to payments for Common Stock.

The Investor's right to receive its Conversion Amount is (A) on par with payments for Common Stock and other Safes and/or Preferred Stock who are also receiving Conversion Amounts or Proceeds on a similar as-converted to Common Stock basis, and (B) junior to payments described in clauses (i) and (ii) above (in the latter case, to the extent such payments are Cash-Out Amounts or similar liquidation preferences).

(e) **Termination.** This Safe will automatically terminate (without relieving the Company of any obligations arising from a prior breach of or non-compliance with this Safe) immediately following the earliest to occur of: (i) the issuance of Capital Stock to the Investor pursuant to the automatic conversion of this Safe under Section 1(a); or (ii) the payment, or setting aside for payment, of amounts due the Investor pursuant to Section 1(b) or Section 1(c).

## 2. Definitions

"**Capital Stock**" means the capital stock of the Company, including, without limitation, the "**Common Stock**" and the "**Preferred Stock**."

"**Change of Control**" means (i) a transaction or series of related transactions in which any "person" or "group" (within the meaning of Section 13(d) and 14(d) of the Securities Exchange Act of 1934, as amended), becomes the "beneficial owner" (as defined in Rule 13d-3 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended), directly or indirectly, of more than 50% of the outstanding voting securities of the Company having the right to vote for the election of members of the Company's board of directors, (ii) any reorganization, merger or consolidation of the Company, other than a transaction or series of related transactions in which the holders of the voting securities of the Company outstanding immediately prior to such transaction or series of related transactions retain, immediately after such transaction or series of related transactions, at least a majority of the total voting power represented by the outstanding voting securities of the Company or such other surviving or resulting entity or (iii) a sale, lease or other disposition of all or substantially all of the assets of the Company.

"**Company Capitalization**" is calculated as of immediately prior to the Equity Financing and (without double-counting, in each case calculated on an as-converted to Common Stock basis):

- Includes all shares of Capital Stock issued and outstanding;
- Includes all Converting Securities;
- Includes all (i) issued and outstanding Options and (ii) Promised Options; and
- Includes the Unissued Option Pool, except that any increase to the Unissued Option Pool in connection with the Equity Financing will only be included to the extent that the number of Promised Options exceeds the Unissued Option Pool prior to such increase.

"**Converting Securities**" includes this Safe and other convertible securities issued by the Company, including but not limited to: (i) other Safes; (ii) convertible promissory notes and other convertible debt instruments; and (iii) convertible securities that have the right to convert into shares of Capital Stock.

## POST-MONEY VALUATION CAP

**“Direct Listing”** means the Company’s initial listing of its Common Stock (other than shares of Common Stock not eligible for resale under Rule 144 under the Securities Act) on a national securities exchange by means of an effective registration statement on Form S-1 filed by the Company with the SEC that registers shares of existing capital stock of the Company for resale, as approved by the Company’s board of directors. For the avoidance of doubt, a Direct Listing will not be deemed to be an underwritten offering and will not involve any underwriting services.

**“Dissolution Event”** means (i) a voluntary termination of operations, (ii) a general assignment for the benefit of the Company’s creditors or (iii) any other liquidation, dissolution or winding up of the Company (**excluding** a Liquidity Event), whether voluntary or involuntary.

**“Dividend Amount”** means, with respect to any date on which the Company pays a dividend on its outstanding Common Stock, the amount of such dividend that is paid per share of Common Stock multiplied by (x) the Purchase Amount divided by (y) the Liquidity Price (treating the dividend date as a Liquidity Event solely for purposes of calculating such Liquidity Price).

**“Equity Financing”** means a bona fide transaction or series of transactions with the principal purpose of raising capital, pursuant to which the Company issues and sells Preferred Stock at a fixed valuation, including but not limited to, a pre-money or post-money valuation.

**“Initial Public Offering”** means the closing of the Company’s first firm commitment underwritten initial public offering of Common Stock pursuant to a registration statement filed under the Securities Act.

**“Liquidity Capitalization”** is calculated as of immediately prior to the Liquidity Event, and (without double-counting, in each case calculated on an as-converted to Common Stock basis):

- Includes all shares of Capital Stock issued and outstanding;
- Includes all (i) issued and outstanding Options and (ii) to the extent receiving Proceeds, Promised Options;
- Includes all Converting Securities, **other than** any Safes and other convertible securities (including without limitation shares of Preferred Stock) where the holders of such securities are receiving Cash-Out Amounts or similar liquidation preference payments in lieu of Conversion Amounts or similar “as-converted” payments; and
- Excludes the Unissued Option Pool.

**“Liquidity Event”** means a Change of Control, a Direct Listing or an Initial Public Offering.

**“Liquidity Price”** means the price per share equal to the Post-Money Valuation Cap divided by the Liquidity Capitalization.

**“Options”** includes options, restricted stock awards or purchases, RSUs, SARs, warrants or similar securities, vested or unvested.

**“Proceeds”** means cash and other assets (including without limitation stock consideration) that are proceeds from the Liquidity Event or the Dissolution Event, as applicable, and legally available for distribution.

**“Promised Options”** means promised but ungranted Options that are the greater of those (i) promised pursuant to agreements or understandings made prior to the execution of, or in connection with, the term sheet or letter of intent for the Equity Financing or Liquidity Event, as applicable (or the initial closing of the Equity Financing or consummation of the Liquidity Event, if there is no term sheet or letter of intent), (ii) in the case of an Equity Financing, treated as outstanding Options in the calculation of the Standard Preferred Stock’s price per share, or (iii) in the case of a Liquidity Event, treated as outstanding Options in the calculation of the distribution of the Proceeds.

**“Safe”** means an instrument containing a future right to shares of Capital Stock, similar in form and content to this instrument, purchased by investors for the purpose of funding the Company’s business operations. References to “this Safe” mean this specific instrument.



**POST-MONEY VALUATION CAP**

**“Safe Preferred Stock”** means the shares of the series of Preferred Stock issued to the Investor in an Equity Financing, having the identical rights, privileges, preferences, seniority, liquidation multiple and restrictions as the shares of Standard Preferred Stock, except that any price-based preferences (such as the per share liquidation amount, initial conversion price and per share dividend amount) will be based on the Safe Price.

**“Safe Price”** means the price per share equal to the Post-Money Valuation Cap divided by the Company Capitalization.

**“Standard Preferred Stock”** means the shares of the series of Preferred Stock issued to the investors investing new money in the Company in connection with the initial closing of the Equity Financing.

**“Unissued Option Pool”** means all shares of Capital Stock that are reserved, available for future grant and not subject to any outstanding Options or Promised Options (but in the case of a Liquidity Event, only to the extent Proceeds are payable on such Promised Options) under any equity incentive or similar Company plan.

**3. Company Representations**

(a) The Company is a corporation duly organized, validly existing and in good standing under the laws of its state of incorporation, and has the power and authority to own, lease and operate its properties and carry on its business as now conducted.

(b) The execution, delivery and performance by the Company of this Safe is within the power of the Company and has been duly authorized by all necessary actions on the part of the Company (subject to section 3(d)). This Safe constitutes a legal, valid and binding obligation of the Company, enforceable against the Company in accordance with its terms, except as limited by bankruptcy, insolvency or other laws of general application relating to or affecting the enforcement of creditors’ rights generally and general principles of equity. To its knowledge, the Company is not in violation of (i) its current certificate of incorporation or bylaws, (ii) any material statute, rule or regulation applicable to the Company or (iii) any material debt or contract to which the Company is a party or by which it is bound, where, in each case, such violation or default, individually, or together with all such violations or defaults, could reasonably be expected to have a material adverse effect on the Company.

(c) The performance and consummation of the transactions contemplated by this Safe do not and will not: (i) violate any material judgment, statute, rule or regulation applicable to the Company; (ii) result in the acceleration of any material debt or contract to which the Company is a party or by which it is bound; or (iii) result in the creation or imposition of any lien on any property, asset or revenue of the Company or the suspension, forfeiture, or nonrenewal of any material permit, license or authorization applicable to the Company, its business or operations.

(d) No consents or approvals are required in connection with the performance of this Safe, other than: (i) the Company’s corporate approvals; (ii) any qualifications or filings under applicable securities laws; and (iii) necessary corporate approvals for the authorization of Capital Stock issuable pursuant to Section 1.

(e) To its knowledge, the Company owns or possesses (or can obtain on commercially reasonable terms) sufficient legal rights to all patents, trademarks, service marks, trade names, copyrights, trade secrets, licenses, information, processes and other intellectual property rights necessary for its business as now conducted and as currently proposed to be conducted, without any conflict with, or infringement of the rights of, others.

**4. Investor Representations**

(a) The Investor has full legal capacity, power and authority to execute and deliver this Safe and to perform its obligations hereunder. This Safe constitutes a valid and binding obligation of the Investor, enforceable in accordance with its terms, except as limited by bankruptcy, insolvency or other laws of general application relating to or affecting the enforcement of creditors’ rights generally and general principles of equity.

(b) The Investor is an accredited investor as such term is defined in Rule 501 of Regulation D under the Securities Act, and acknowledges and agrees that if not an accredited investor at the time of an Equity Financing, the

**POST-MONEY VALUATION CAP**

Company may void this Safe and return the Purchase Amount. The Investor has been advised that this Safe and the underlying securities have not been registered under the Securities Act, or any state securities laws and, therefore, cannot be resold unless they are registered under the Securities Act and applicable state securities laws or unless an exemption from such registration requirements is available. The Investor is purchasing this Safe and the securities to be acquired by the Investor hereunder for its own account for investment, not as a nominee or agent, and not with a view to, or for resale in connection with, the distribution thereof, and the Investor has no present intention of selling, granting any participation in, or otherwise distributing the same. The Investor has such knowledge and experience in financial and business matters that the Investor is capable of evaluating the merits and risks of such investment, is able to incur a complete loss of such investment without impairing the Investor's financial condition and is able to bear the economic risk of such investment for an indefinite period of time.

**5. Miscellaneous**

(a) Any provision of this Safe may be amended, waived or modified by written consent of the Company and either (i) the Investor or (ii) the majority-in-interest of all then-outstanding Safes with the same "Post-Money Valuation Cap" and "Discount Rate" as this Safe (and Safes lacking one or both of such terms will be considered to be the same with respect to such term(s)), *provided that* with respect to clause (ii): (A) the Purchase Amount may not be amended, waived or modified in this manner, (B) the consent of the Investor and each holder of such Safes must be solicited (even if not obtained), and (C) such amendment, waiver or modification treats all such holders in the same manner. "Majority-in-interest" refers to the holders of the applicable group of Safes whose Safes have a total Purchase Amount greater than 50% of the total Purchase Amount of all of such applicable group of Safes.

(b) Any notice required or permitted by this Safe will be deemed sufficient when delivered personally or by overnight courier or sent by email to the relevant address listed on the signature page, or 48 hours after being deposited in the U.S. mail as certified or registered mail with postage prepaid, addressed to the party to be notified at such party's address listed on the signature page, as subsequently modified by written notice.

(c) The Investor is not entitled, as a holder of this Safe, to vote or be deemed a holder of Capital Stock for any purpose other than tax purposes, nor will anything in this Safe be construed to confer on the Investor, as such, any rights of a Company stockholder or rights to vote for the election of directors or on any matter submitted to Company stockholders, or to give or withhold consent to any corporate action or to receive notice of meetings, until shares have been issued on the terms described in Section 1. However, if the Company pays a dividend on outstanding shares of Common Stock (that is not payable in shares of Common Stock) while this Safe is outstanding, the Company will pay the Dividend Amount to the Investor at the same time.

(d) Neither this Safe nor the rights in this Safe are transferable or assignable, by operation of law or otherwise, by either party without the prior written consent of the other; *provided, however*, that this Safe and/or its rights may be assigned without the Company's consent by the Investor (i) to the Investor's estate, heirs, executors, administrators, guardians and/or successors in the event of Investor's death or disability, or (ii) to any other entity who directly or indirectly, controls, is controlled by or is under common control with the Investor, including, without limitation, any general partner, managing member, officer or director of the Investor, or any venture capital fund now or hereafter existing which is controlled by one or more general partners or managing members of, or shares the same management company with, the Investor.

(e) In the event any one or more of the provisions of this Safe is for any reason held to be invalid, illegal or unenforceable, in whole or in part or in any respect, or in the event that any one or more of the provisions of this Safe operate or would prospectively operate to invalidate this Safe, then and in any such event, such provision(s) only will be deemed null and void and will not affect any other provision of this Safe and the remaining provisions of this Safe will remain operative and in full force and effect and will not be affected, prejudiced, or disturbed thereby.

(f) All rights and obligations hereunder will be governed by the laws of the State of [Governing Law Jurisdiction], without regard to the conflicts of law provisions of such jurisdiction.

(g) The parties acknowledge and agree that for United States federal and state income tax purposes this Safe is, and at all times has been, intended to be characterized as stock, and more particularly as common stock for purposes of

**POST-MONEY VALUATION CAP**

Sections 304, 305, 306, 354, 368, 1036 and 1202 of the Internal Revenue Code of 1986, as amended. Accordingly, the parties agree to treat this Safe consistent with the foregoing intent for all United States federal and state income tax purposes (including, without limitation, on their respective tax returns or other informational statements).

*(Signature page follows)*

IN WITNESS WHEREOF, the undersigned have caused this Safe to be duly executed and delivered.

**[COMPANY]**

By: \_\_\_\_\_  
          [*name*]  
          [*title*]

Address: \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
Email: \_\_\_\_\_

**INVESTOR:**

By: \_\_\_\_\_

Name: \_\_\_\_\_

Title: \_\_\_\_\_

Address: \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
Email: \_\_\_\_\_

## DISCOUNT ONLY

## BILAG 2

THIS INSTRUMENT AND ANY SECURITIES ISSUABLE PURSUANT HERETO HAVE NOT BEEN REGISTERED UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED (THE “**SECURITIES ACT**”), OR UNDER THE SECURITIES LAWS OF CERTAIN STATES. THESE SECURITIES MAY NOT BE OFFERED, SOLD OR OTHERWISE TRANSFERRED, PLEDGED OR HYPOTHECATED EXCEPT AS PERMITTED IN THIS SAFE AND UNDER THE ACT AND APPLICABLE STATE SECURITIES LAWS PURSUANT TO AN EFFECTIVE REGISTRATION STATEMENT OR AN EXEMPTION THEREFROM.

[COMPANY NAME]

## SAFE

## (Simple Agreement for Future Equity)

THIS CERTIFIES THAT in exchange for the payment by [Investor Name] (the “**Investor**”) of \$[ ] (the “**Purchase Amount**”) on or about [Date of Safe], [Company Name], a [State of Incorporation] corporation (the “**Company**”), issues to the Investor the right to certain shares of the Company’s Capital Stock, subject to the terms described below.

This Safe is one of the forms available at <http://ycombinator.com/documents> and the Company and the Investor agree that neither one has modified the form, except to fill in blanks and bracketed terms.

The “**Discount Rate**” is [100 minus the discount] %.

See **Section 2** for certain additional defined terms.

1. **Events**

(a) **Equity Financing.** If there is an Equity Financing before the termination of this Safe, on the initial closing of such Equity Financing, this Safe will automatically convert into the number of shares of Safe Preferred Stock equal to the Purchase Amount divided by the Discount Price.

In connection with the automatic conversion of this Safe into shares of Safe Preferred Stock, the Investor will execute and deliver to the Company all of the transaction documents related to the Equity Financing; *provided*, that such documents (i) are the same documents to be entered into with the purchasers of Standard Preferred Stock, with appropriate variations for the Safe Preferred Stock if applicable, and (ii) have customary exceptions to any drag-along applicable to the Investor, including (without limitation) limited representations, warranties, liability and indemnification obligations for the Investor.

(b) **Liquidity Event.** If there is a Liquidity Event before the termination of this Safe, the Investor will automatically be entitled (subject to the liquidation priority set forth in Section 1(d) below) to receive a portion of Proceeds, due and payable to the Investor immediately prior to, or concurrent with, the consummation of such Liquidity Event, equal to the greater of (i) the Purchase Amount (the “**Cash-Out Amount**”) or (ii) the amount payable on the number of shares of Common Stock equal to the Purchase Amount divided by the Liquidity Price (the “**Conversion Amount**”). If any of the Company’s securityholders are given a choice as to the form and amount of Proceeds to be received in a Liquidity Event, the Investor will be given the same choice, *provided* that the Investor may not choose to receive a form of consideration that the Investor would be ineligible to receive as a result of the Investor’s failure to satisfy any requirement or limitation generally applicable to the Company’s securityholders, or under any applicable laws.

Notwithstanding the foregoing, in connection with a Change of Control intended to qualify as a tax-free reorganization, the Company may reduce the cash portion of Proceeds payable to the Investor by the amount determined by its board of directors in good faith for such Change of Control to qualify as a tax-free reorganization for U.S. federal income tax purposes, provided that such reduction (A) does not reduce the total Proceeds payable to such Investor and (B) is applied in the same manner and on a pro rata basis to all securityholders who have equal priority to the Investor under Section 1(d).

**DISCOUNT ONLY**

(c) **Dissolution Event.** If there is a Dissolution Event before the termination of this Safe, the Investor will automatically be entitled (subject to the liquidation priority set forth in Section 1(d) below) to receive a portion of Proceeds equal to the Cash-Out Amount, due and payable to the Investor immediately prior to the consummation of the Dissolution Event.

(d) **Liquidation Priority.** In a Liquidity Event or Dissolution Event, this Safe is intended to operate like standard non-participating Preferred Stock. The Investor's right to receive its Cash-Out Amount is:

(i) Junior to payment of outstanding indebtedness and creditor claims, including contractual claims for payment and convertible promissory notes (to the extent such convertible promissory notes are not actually or notionally converted into Capital Stock);

(ii) On par with payments for other Safes and/or Preferred Stock, and if the applicable Proceeds are insufficient to permit full payments to the Investor and such other Safes and/or Preferred Stock, the applicable Proceeds will be distributed pro rata to the Investor and such other Safes and/or Preferred Stock in proportion to the full payments that would otherwise be due; and

(iii) Senior to payments for Common Stock.

The Investor's right to receive its Conversion Amount is (A) on par with payments for Common Stock and other Safes and/or Preferred Stock who are also receiving Conversion Amounts or Proceeds on a similar as-converted to Common Stock basis, and (B) junior to payments described in clauses (i) and (ii) above (in the latter case, to the extent such payments are Cash-Out Amounts or similar liquidation preferences).

(e) **Termination.** This Safe will automatically terminate (without relieving the Company of any obligations arising from a prior breach of or non-compliance with this Safe) immediately following the earliest to occur of: (i) the issuance of Capital Stock to the Investor pursuant to the automatic conversion of this Safe under Section 1(a); or (ii) the payment, or setting aside for payment, of amounts due the Investor pursuant to Section 1(b) or Section 1(c).

## **2. Definitions**

**"Capital Stock"** means the capital stock of the Company, including, without limitation, the **"Common Stock"** and the **"Preferred Stock."**

**"Change of Control"** means (i) a transaction or series of related transactions in which any "person" or "group" (within the meaning of Section 13(d) and 14(d) of the Securities Exchange Act of 1934, as amended), becomes the "beneficial owner" (as defined in Rule 13d-3 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended), directly or indirectly, of more than 50% of the outstanding voting securities of the Company having the right to vote for the election of members of the Company's board of directors, (ii) any reorganization, merger or consolidation of the Company, other than a transaction or series of related transactions in which the holders of the voting securities of the Company outstanding immediately prior to such transaction or series of related transactions retain, immediately after such transaction or series of related transactions, at least a majority of the total voting power represented by the outstanding voting securities of the Company or such other surviving or resulting entity or (iii) a sale, lease or other disposition of all or substantially all of the assets of the Company.

**"Direct Listing"** means the Company's initial listing of its Common Stock (other than shares of Common Stock not eligible for resale under Rule 144 under the Securities Act) on a national securities exchange by means of an effective registration statement on Form S-1 filed by the Company with the SEC that registers shares of existing capital stock of the Company for resale, as approved by the Company's board of directors. For the avoidance of doubt, a Direct Listing will not be deemed to be an underwritten offering and will not involve any underwriting services.

**"Discount Price"** means the lowest price per share of the Standard Preferred Stock sold in the Equity Financing multiplied by the Discount Rate.

**DISCOUNT ONLY**

**“Dissolution Event”** means (i) a voluntary termination of operations, (ii) a general assignment for the benefit of the Company’s creditors or (iii) any other liquidation, dissolution or winding up of the Company (**excluding** a Liquidity Event), whether voluntary or involuntary.

**“Dividend Amount”** means, with respect to any date on which the Company pays a dividend on its outstanding Common Stock, the amount of such dividend that is paid per share of Common Stock multiplied by (x) the Purchase Amount divided by (y) the Liquidity Price (treating the dividend date as a Liquidity Event solely for purposes of calculating such Liquidity Price).

**“Equity Financing”** means a bona fide transaction or series of transactions with the principal purpose of raising capital, pursuant to which the Company issues and sells Preferred Stock at a fixed valuation, including but not limited to, a pre-money or post-money valuation.

**“Initial Public Offering”** means the closing of the Company’s first firm commitment underwritten initial public offering of Common Stock pursuant to a registration statement filed under the Securities Act.

**“Liquidity Event”** means a Change of Control, a Direct Listing or an Initial Public Offering.

**“Liquidity Price”** means the price per share equal to the fair market value of the Common Stock at the time of the Liquidity Event, as determined by reference to the purchase price payable in connection with such Liquidity Event, multiplied by the Discount Rate.

**“Proceeds”** means cash and other assets (including without limitation stock consideration) that are proceeds from the Liquidity Event or the Dissolution Event, as applicable, and legally available for distribution.

**“Safe”** means an instrument containing a future right to shares of Capital Stock, similar in form and content to this instrument, purchased by investors for the purpose of funding the Company’s business operations. References to “this Safe” mean this specific instrument.

**“Safe Preferred Stock”** means the shares of the series of Preferred Stock issued to the Investor in an Equity Financing, having the identical rights, privileges, preferences, seniority, liquidation multiple and restrictions as the shares of Standard Preferred Stock, except that any price-based preferences (such as the per share liquidation amount, initial conversion price and per share dividend amount) will be based on the Discount Price.

**“Standard Preferred Stock”** means the shares of a series of Preferred Stock issued to the investors investing new money in the Company in connection with the initial closing of the Equity Financing.

### ***3. Company Representations***

(a) The Company is a corporation duly organized, validly existing and in good standing under the laws of its state of incorporation, and has the power and authority to own, lease and operate its properties and carry on its business as now conducted.

(b) The execution, delivery and performance by the Company of this Safe is within the power of the Company and has been duly authorized by all necessary actions on the part of the Company (subject to section 3(d)). This Safe constitutes a legal, valid and binding obligation of the Company, enforceable against the Company in accordance with its terms, except as limited by bankruptcy, insolvency or other laws of general application relating to or affecting the enforcement of creditors’ rights generally and general principles of equity. To its knowledge, the Company is not in violation of (i) its current certificate of incorporation or bylaws, (ii) any material statute, rule or regulation applicable to the Company or (iii) any material debt or contract to which the Company is a party or by which it is bound, where, in each case, such violation or default, individually, or together with all such violations or defaults, could reasonably be expected to have a material adverse effect on the Company.

(c) The performance and consummation of the transactions contemplated by this Safe do not and will not: (i) violate any material judgment, statute, rule or regulation applicable to the Company; (ii) result in the acceleration of any

**DISCOUNT ONLY**

material debt or contract to which the Company is a party or by which it is bound; or (iii) result in the creation or imposition of any lien on any property, asset or revenue of the Company or the suspension, forfeiture, or nonrenewal of any material permit, license or authorization applicable to the Company, its business or operations.

(d) No consents or approvals are required in connection with the performance of this Safe, other than: (i) the Company's corporate approvals; (ii) any qualifications or filings under applicable securities laws; and (iii) necessary corporate approvals for the authorization of Capital Stock issuable pursuant to Section 1.

(e) To its knowledge, the Company owns or possesses (or can obtain on commercially reasonable terms) sufficient legal rights to all patents, trademarks, service marks, trade names, copyrights, trade secrets, licenses, information, processes and other intellectual property rights necessary for its business as now conducted and as currently proposed to be conducted, without any conflict with, or infringement of the rights of, others.

**4. Investor Representations**

(a) The Investor has full legal capacity, power and authority to execute and deliver this Safe and to perform its obligations hereunder. This Safe constitutes a valid and binding obligation of the Investor, enforceable in accordance with its terms, except as limited by bankruptcy, insolvency or other laws of general application relating to or affecting the enforcement of creditors' rights generally and general principles of equity.

(b) The Investor is an accredited investor as such term is defined in Rule 501 of Regulation D under the Securities Act, and acknowledges and agrees that if not an accredited investor at the time of an Equity Financing, the Company may void this Safe and return the Purchase Amount. The Investor has been advised that this Safe and the underlying securities have not been registered under the Securities Act, or any state securities laws and, therefore, cannot be resold unless they are registered under the Securities Act and applicable state securities laws or unless an exemption from such registration requirements is available. The Investor is purchasing this Safe and the securities to be acquired by the Investor hereunder for its own account for investment, not as a nominee or agent, and not with a view to, or for resale in connection with, the distribution thereof, and the Investor has no present intention of selling, granting any participation in, or otherwise distributing the same. The Investor has such knowledge and experience in financial and business matters that the Investor is capable of evaluating the merits and risks of such investment, is able to incur a complete loss of such investment without impairing the Investor's financial condition and is able to bear the economic risk of such investment for an indefinite period of time.

**5. Miscellaneous**

(a) Any provision of this Safe may be amended, waived or modified by written consent of the Company and either (i) the Investor or (ii) the majority-in-interest of all then-outstanding Safes with the same "Post-Money Valuation Cap" and "Discount Rate" as this Safe (and Safes lacking one or both of such terms will be considered to be the same with respect to such term(s)), *provided that* with respect to clause (ii): (A) the Purchase Amount may not be amended, waived or modified in this manner, (B) the consent of the Investor and each holder of such Safes must be solicited (even if not obtained), and (C) such amendment, waiver or modification treats all such holders in the same manner. "Majority-in-interest" refers to the holders of the applicable group of Safes whose Safes have a total Purchase Amount greater than 50% of the total Purchase Amount of all of such applicable group of Safes.

(b) Any notice required or permitted by this Safe will be deemed sufficient when delivered personally or by overnight courier or sent by email to the relevant address listed on the signature page, or 48 hours after being deposited in the U.S. mail as certified or registered mail with postage prepaid, addressed to the party to be notified at such party's address listed on the signature page, as subsequently modified by written notice.

(c) The Investor is not entitled, as a holder of this Safe, to vote or be deemed a holder of Capital Stock for any purpose other than tax purposes, nor will anything in this Safe be construed to confer on the Investor, as such, any rights of a Company stockholder or rights to vote for the election of directors or on any matter submitted to Company stockholders, or to give or withhold consent to any corporate action or to receive notice of meetings, until shares have been issued on the terms described in Section 1. However, if the Company pays a dividend on outstanding shares of Common Stock (that is



**DISCOUNT ONLY**

not payable in shares of Common Stock) while this Safe is outstanding, the Company will pay the Dividend Amount to the Investor at the same time.

(d) Neither this Safe nor the rights in this Safe are transferable or assignable, by operation of law or otherwise, by either party without the prior written consent of the other; *provided, however*, that this Safe and/or its rights may be assigned without the Company's consent by the Investor (i) to the Investor's estate, heirs, executors, administrators, guardians and/or successors in the event of Investor's death or disability, or (ii) to any other entity who directly or indirectly, controls, is controlled by or is under common control with the Investor, including, without limitation, any general partner, managing member, officer or director of the Investor, or any venture capital fund now or hereafter existing which is controlled by one or more general partners or managing members of, or shares the same management company with, the Investor.

(e) In the event any one or more of the provisions of this Safe is for any reason held to be invalid, illegal or unenforceable, in whole or in part or in any respect, or in the event that any one or more of the provisions of this Safe operate or would prospectively operate to invalidate this Safe, then and in any such event, such provision(s) only will be deemed null and void and will not affect any other provision of this Safe and the remaining provisions of this Safe will remain operative and in full force and effect and will not be affected, prejudiced, or disturbed thereby.

(f) All rights and obligations hereunder will be governed by the laws of the State of [Governing Law Jurisdiction], without regard to the conflicts of law provisions of such jurisdiction.

(g) The parties acknowledge and agree that for United States federal and state income tax purposes this Safe is, and at all times has been, intended to be characterized as stock, and more particularly as common stock for purposes of Sections 304, 305, 306, 354, 368, 1036 and 1202 of the Internal Revenue Code of 1986, as amended. Accordingly, the parties agree to treat this Safe consistent with the foregoing intent for all United States federal and state income tax purposes (including, without limitation, on their respective tax returns or other informational statements).

*(Signature page follows)*

IN WITNESS WHEREOF, the undersigned have caused this Safe to be duly executed and delivered.

**[COMPANY]**

By: \_\_\_\_\_  
          [*name*]  
          [*title*]

Address: \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Email: \_\_\_\_\_

**INVESTOR:**

By: \_\_\_\_\_

Name: \_\_\_\_\_

Title: \_\_\_\_\_

Address: \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Email: \_\_\_\_\_

## BILAG 3

THIS INSTRUMENT AND ANY SECURITIES ISSUABLE PURSUANT HERETO HAVE NOT BEEN REGISTERED UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED (THE “**SECURITIES ACT**”), OR UNDER THE SECURITIES LAWS OF CERTAIN STATES. THESE SECURITIES MAY NOT BE OFFERED, SOLD OR OTHERWISE TRANSFERRED, PLEDGED OR HYPOTHECATED EXCEPT AS PERMITTED IN THIS SAFE AND UNDER THE ACT AND APPLICABLE STATE SECURITIES LAWS PURSUANT TO AN EFFECTIVE REGISTRATION STATEMENT OR AN EXEMPTION THEREFROM.

[COMPANY NAME]

**SAFE**  
**(Simple Agreement for Future Equity)**

THIS CERTIFIES THAT in exchange for the payment by [Investor Name] (the “**Investor**”) of \$[ ] (the “**Purchase Amount**”) on or about [Date of Safe], [Company Name], a [State of Incorporation] corporation (the “**Company**”), issues to the Investor the right to certain shares of the Company’s Capital Stock, subject to the terms described below.

This Safe is one of the forms available at <http://ycombinator.com/documents> and the Company and the Investor agree that neither one has modified the form, except to fill in blanks and bracketed terms.

**1. Events**

(a) **Equity Financing.** If there is an Equity Financing before the termination of this Safe, on the initial closing of such Equity Financing, this Safe will automatically convert into the number of shares of Standard Preferred Stock equal to the Purchase Amount divided by the lowest price per share of the Standard Preferred Stock.

In connection with the automatic conversion of this Safe into shares of Standard Preferred Stock, the Investor will execute and deliver to the Company all of the transaction documents related to the Equity Financing; *provided*, that such documents (i) are the same documents to be entered into with the purchasers of Standard Preferred Stock, and (ii) have customary exceptions to any drag-along applicable to the Investor, including (without limitation) limited representations, warranties, liability and indemnification obligations for the Investor.

(b) **Liquidity Event.** If there is a Liquidity Event before the termination of this Safe, the Investor will automatically be entitled (subject to the liquidation priority set forth in Section 1(d) below and the “MFN” Amendment Provision in Section 3 below) to receive a portion of Proceeds, due and payable to the Investor immediately prior to, or concurrent with, the consummation of such Liquidity Event, equal to the Purchase Amount (the “**Cash-Out Amount**”). If any of the Company’s securityholders are given a choice as to the form and amount of Proceeds to be received in a Liquidity Event, the Investor will be given the same choice, *provided* that the Investor may not choose to receive a form of consideration that the Investor would be ineligible to receive as a result of the Investor’s failure to satisfy any requirement or limitation generally applicable to the Company’s securityholders, or under any applicable laws.

Notwithstanding the foregoing, in connection with a Change of Control intended to qualify as a tax-free reorganization, the Company may reduce the cash portion of Proceeds payable to the Investor by the amount determined by its board of directors in good faith for such Change of Control to qualify as a tax-free reorganization for U.S. federal income tax purposes, provided that such reduction (A) does not reduce the total Proceeds payable to such Investor and (B) is applied in the same manner and on a pro rata basis to all securityholders who have equal priority to the Investor under Section 1(d).

(c) **Dissolution Event.** If there is a Dissolution Event before the termination of this Safe, the Investor will automatically be entitled (subject to the liquidation priority set forth in Section 1(d) below) to receive a portion of Proceeds equal to the Cash-Out Amount, due and payable to the Investor immediately prior to the consummation of the Dissolution Event.

(d) **Liquidation Priority.** In a Liquidity Event or Dissolution Event, this Safe is intended to operate like standard non-participating Preferred Stock. The Investor’s right to receive its Cash-Out Amount is:

## MFN ONLY

(i) Junior to payment of outstanding indebtedness and creditor claims, including contractual claims for payment and convertible promissory notes (to the extent such convertible promissory notes are not actually or notionally converted into Capital Stock);

(ii) On par with payments for other Safes and/or Preferred Stock, and if the applicable Proceeds are insufficient to permit full payments to the Investor and such other Safes and/or Preferred Stock, the applicable Proceeds will be distributed pro rata to the Investor and such other Safes and/or Preferred Stock in proportion to the full payments that would otherwise be due; and

(iii) Senior to payments for Common Stock.

The Investor's right to receive its Cash-Out Amount is (A) on par with payments for Common Stock and other Safes and/or Preferred Stock who are also receiving Cash-Out Amounts or Proceeds on a similar as-converted to Common Stock basis, and (B) junior to payments described in clauses (i) and (ii) above (in the latter case, to the extent such payments are Cash-Out Amounts or similar liquidation preferences).

(e) **Termination.** This Safe will automatically terminate (without relieving the Company of any obligations arising from a prior breach of or non-compliance with this Safe) immediately following the earliest to occur of: (i) the issuance of Capital Stock to the Investor pursuant to the automatic conversion of this Safe under Section 1(a); or (ii) the payment, or setting aside for payment, of amounts due the Investor pursuant to Section 1(b) or Section 1(c).

## 2. Definitions

**"Capital Stock"** means the capital stock of the Company, including, without limitation, the **"Common Stock"** and the **"Preferred Stock."**

**"Change of Control"** means (i) a transaction or series of related transactions in which any "person" or "group" (within the meaning of Section 13(d) and 14(d) of the Securities Exchange Act of 1934, as amended), becomes the "beneficial owner" (as defined in Rule 13d-3 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended), directly or indirectly, of more than 50% of the outstanding voting securities of the Company having the right to vote for the election of members of the Company's board of directors, (ii) any reorganization, merger or consolidation of the Company, other than a transaction or series of related transactions in which the holders of the voting securities of the Company outstanding immediately prior to such transaction or series of related transactions retain, immediately after such transaction or series of related transactions, at least a majority of the total voting power represented by the outstanding voting securities of the Company or such other surviving or resulting entity or (iii) a sale, lease or other disposition of all or substantially all of the assets of the Company.

**"Direct Listing"** means the Company's initial listing of its Common Stock (other than shares of Common Stock not eligible for resale under Rule 144 under the Securities Act) on a national securities exchange by means of an effective registration statement on Form S-1 filed by the Company with the SEC that registers shares of existing capital stock of the Company for resale, as approved by the Company's board of directors. For the avoidance of doubt, a Direct Listing will not be deemed to be an underwritten offering and will not involve any underwriting services.

**"Dissolution Event"** means (i) a voluntary termination of operations, (ii) a general assignment for the benefit of the Company's creditors or (iii) any other liquidation, dissolution or winding up of the Company (**excluding** a Liquidity Event), whether voluntary or involuntary.

**"Dividend Amount"** means, with respect to any date on which the Company pays a dividend on its outstanding Common Stock, the amount of such dividend that is paid per share of Common Stock multiplied by (x) the Purchase Amount divided by (y) the Liquidity Price (treating the dividend date as a Liquidity Event solely for purposes of calculating such Liquidity Price).

**"Equity Financing"** means a bona fide transaction or series of transactions with the principal purpose of raising capital, pursuant to which the Company issues and sells Preferred Stock at a fixed valuation, including but not limited to, a pre-money or post-money valuation.

## MFN ONLY

**“Initial Public Offering”** means the closing of the Company’s first firm commitment underwritten initial public offering of Common Stock pursuant to a registration statement filed under the Securities Act.

**“Liquidity Event”** means a Change of Control, a Direct Listing or an Initial Public Offering.

**“Liquidity Price”** means the fair market value of the Common Stock at the time of the applicable Liquidity Event (determined by reference to the purchase price payable in connection with such Liquidity Event).

**“Proceeds”** means cash and other assets (including without limitation stock consideration) that are proceeds from the Liquidity Event or the Dissolution Event, as applicable, and legally available for distribution.

**“Safe”** means an instrument containing a future right to shares of Capital Stock, similar in form and content to this instrument, purchased by investors for the purpose of funding the Company’s business operations. References to “this Safe” mean this specific instrument.

**“Standard Preferred Stock”** means the shares of the series of Preferred Stock issued to the investors investing new money in the Company in connection with the initial closing of the Equity Financing.

**“Subsequent Convertible Securities”** means convertible securities that the Company may issue after the issuance of this instrument with the principal purpose of raising capital, including but not limited to, other Safes, convertible debt instruments and other convertible securities. Subsequent Convertible Securities excludes: (i) side letters or ancillary agreements that do not amend or modify the terms of such convertible securities; and (ii) the following types of securities: (A) options issued pursuant to any equity incentive or similar plan of the Company; (B) convertible securities issued or issuable to (1) banks, equipment lessors, financial institutions or other persons engaged in the business of making loans pursuant to a debt financing or commercial leasing or (2) suppliers or third party service providers in connection with the provision of goods or services pursuant to transactions; and (C) convertible securities issued or issuable in connection with sponsored research, collaboration, technology license, development, OEM, marketing or other similar agreements or strategic partnerships.

**3. “MFN” Amendment Provision.** If the Company issues any Subsequent Convertible Securities with terms more favorable than those of this Safe (including, without limitation, a valuation cap and/or discount) prior to termination of this Safe, the Company will promptly provide the Investor with written notice thereof, together with a copy of such Subsequent Convertible Securities (the “**MFN Notice**”) and, upon written request of the Investor, any additional information related to such Subsequent Convertible Securities as may be reasonably requested by the Investor. In the event the Investor determines that the terms of the Subsequent Convertible Securities are preferable to the terms of this instrument, the Investor will notify the Company in writing within 10 days of the receipt of the MFN Notice. Promptly after receipt of such written notice from the Investor, the Company agrees to amend and restate this instrument to be identical to the instrument(s) evidencing the Subsequent Convertible Securities.

#### **4. Company Representations**

(a) The Company is a corporation duly organized, validly existing and in good standing under the laws of its state of incorporation, and has the power and authority to own, lease and operate its properties and carry on its business as now conducted.

(b) The execution, delivery and performance by the Company of this Safe is within the power of the Company and has been duly authorized by all necessary actions on the part of the Company (subject to section 4(d)). This Safe constitutes a legal, valid and binding obligation of the Company, enforceable against the Company in accordance with its terms, except as limited by bankruptcy, insolvency or other laws of general application relating to or affecting the enforcement of creditors’ rights generally and general principles of equity. To its knowledge, the Company is not in violation of (i) its current certificate of incorporation or bylaws, (ii) any material statute, rule or regulation applicable to the Company or (iii) any material debt or contract to which the Company is a party or by which it is bound, where, in each case, such violation or default, individually, or together with all such violations or defaults, could reasonably be expected to have a material adverse effect on the Company.

**MFN ONLY**

(c) The performance and consummation of the transactions contemplated by this Safe do not and will not: (i) violate any material judgment, statute, rule or regulation applicable to the Company; (ii) result in the acceleration of any material debt or contract to which the Company is a party or by which it is bound; or (iii) result in the creation or imposition of any lien on any property, asset or revenue of the Company or the suspension, forfeiture, or nonrenewal of any material permit, license or authorization applicable to the Company, its business or operations.

(d) No consents or approvals are required in connection with the performance of this Safe, other than: (i) the Company's corporate approvals; (ii) any qualifications or filings under applicable securities laws; and (iii) necessary corporate approvals for the authorization of Capital Stock issuable pursuant to Section 1.

(e) To its knowledge, the Company owns or possesses (or can obtain on commercially reasonable terms) sufficient legal rights to all patents, trademarks, service marks, trade names, copyrights, trade secrets, licenses, information, processes and other intellectual property rights necessary for its business as now conducted and as currently proposed to be conducted, without any conflict with, or infringement of the rights of, others.

**5. Investor Representations**

(a) The Investor has full legal capacity, power and authority to execute and deliver this Safe and to perform its obligations hereunder. This Safe constitutes a valid and binding obligation of the Investor, enforceable in accordance with its terms, except as limited by bankruptcy, insolvency or other laws of general application relating to or affecting the enforcement of creditors' rights generally and general principles of equity.

(b) The Investor is an accredited investor as such term is defined in Rule 501 of Regulation D under the Securities Act, and acknowledges and agrees that if not an accredited investor at the time of an Equity Financing, the Company may void this Safe and return the Purchase Amount. The Investor has been advised that this Safe and the underlying securities have not been registered under the Securities Act, or any state securities laws and, therefore, cannot be resold unless they are registered under the Securities Act and applicable state securities laws or unless an exemption from such registration requirements is available. The Investor is purchasing this Safe and the securities to be acquired by the Investor hereunder for its own account for investment, not as a nominee or agent, and not with a view to, or for resale in connection with, the distribution thereof, and the Investor has no present intention of selling, granting any participation in, or otherwise distributing the same. The Investor has such knowledge and experience in financial and business matters that the Investor is capable of evaluating the merits and risks of such investment, is able to incur a complete loss of such investment without impairing the Investor's financial condition and is able to bear the economic risk of such investment for an indefinite period of time.

**6. Miscellaneous**

(a) Any provision of this Safe may be amended, waived or modified by written consent of the Company and either (i) the Investor or (ii) the majority-in-interest of all then-outstanding Safes with the same "Post-Money Valuation Cap" and "Discount Rate" as this Safe (and Safes lacking one or both of such terms will be considered to be the same with respect to such term(s)), *provided that* with respect to clause (ii): (A) the Purchase Amount and Section 3 may not be amended, waived or modified in this manner, (B) the consent of the Investor and each holder of such Safes must be solicited (even if not obtained), and (C) such amendment, waiver or modification treats all such holders in the same manner. "Majority-in-interest" refers to the holders of the applicable group of Safes whose Safes have a total Purchase Amount greater than 50% of the total Purchase Amount of all of such applicable group of Safes.

(b) Any notice required or permitted by this Safe will be deemed sufficient when delivered personally or by overnight courier or sent by email to the relevant address listed on the signature page, or 48 hours after being deposited in the U.S. mail as certified or registered mail with postage prepaid, addressed to the party to be notified at such party's address listed on the signature page, as subsequently modified by written notice.

(c) The Investor is not entitled, as a holder of this Safe, to vote or be deemed a holder of Capital Stock for any purpose other than tax purposes, nor will anything in this Safe be construed to confer on the Investor, as such, any rights of a Company stockholder or rights to vote for the election of directors or on any matter submitted to Company stockholders, or to give or withhold consent to any corporate action or to receive notice of meetings, until shares have been issued on the

## MFN ONLY

terms described in Section 1. However, if the Company pays a dividend on outstanding shares of Common Stock (that is not payable in shares of Common Stock) while this Safe is outstanding, the Company will pay the Dividend Amount to the Investor at the same time.

(d) Neither this Safe nor the rights in this Safe are transferable or assignable, by operation of law or otherwise, by either party without the prior written consent of the other; *provided, however*, that this Safe and/or its rights may be assigned without the Company's consent by the Investor (i) to the Investor's estate, heirs, executors, administrators, guardians and/or successors in the event of Investor's death or disability, or (ii) to any other entity who directly or indirectly, controls, is controlled by or is under common control with the Investor, including, without limitation, any general partner, managing member, officer or director of the Investor, or any venture capital fund now or hereafter existing which is controlled by one or more general partners or managing members of, or shares the same management company with, the Investor.

(e) In the event any one or more of the provisions of this Safe is for any reason held to be invalid, illegal or unenforceable, in whole or in part or in any respect, or in the event that any one or more of the provisions of this Safe operate or would prospectively operate to invalidate this Safe, then and in any such event, such provision(s) only will be deemed null and void and will not affect any other provision of this Safe and the remaining provisions of this Safe will remain operative and in full force and effect and will not be affected, prejudiced, or disturbed thereby.

(f) All rights and obligations hereunder will be governed by the laws of the State of [Governing Law Jurisdiction], without regard to the conflicts of law provisions of such jurisdiction.

(g) The parties acknowledge and agree that for United States federal and state income tax purposes this Safe is, and at all times has been, intended to be characterized as stock, and more particularly as common stock for purposes of Sections 304, 305, 306, 354, 368, 1036 and 1202 of the Internal Revenue Code of 1986, as amended. Accordingly, the parties agree to treat this Safe consistent with the foregoing intent for all United States federal and state income tax purposes (including, without limitation, on their respective tax returns or other informational statements).

*(Signature page follows)*

IN WITNESS WHEREOF, the undersigned have caused this Safe to be duly executed and delivered.

**[COMPANY]**

By: \_\_\_\_\_  
          [*name*]  
          [*title*]

Address: \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

Email: \_\_\_\_\_

**INVESTOR:**

By: \_\_\_\_\_  
Name: \_\_\_\_\_  
Title: \_\_\_\_\_

Address: \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

Email: \_\_\_\_\_



## Beregninger for konvertering af en SAFE-NOTE

Udregning for figur 1 (SAFE-notes i sin rene form) og figur 2 (SAFE-notes med "Valuation Cap"):

Til nedenstående beregninger skal på forhånd kendes:

- SAFE-investeringens størrelse
- Valuation Cap
- Antal udestående kapitalandele før SAFE-konverteringen
- Værdiansættelsen på tidspunktet for den udløsende begivenhed

|                                                             |                                                             |                                                             |                                                                    |                          |                             |
|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| Værdiansættelse på tidspunktet for den udløsende begivenhed | SAFE-investorens kapitalandele ved konverteringen i procent | SAFE-kapitalandele                                          | Samlede kapitalandele efter den udløsende begivenhed               | Konverteringskursen      | Prisen for 1 kapitalandel   |
|                                                             | (SAFE-investering / Spalte 1) * 100                         | Spalte 4 – Udestående kapitalandele før SAFE-konverteringen | Udestående kapitalandele før SAFE-konverteringen / (1+(-Spalte 2)) | (Spalte 1/ Spalte 4)*100 | SAFE-investering / Spalte 3 |

Udregning for figur 3 (SAFE med "Discount")

Til nedenstående beregninger skal på forhånd kendes:

- SAFE-investeringens størrelse
- Discount
- Antal udestående kapitalandele før SAFE-konverteringen
- Pris pr. kapitalandel på tidspunktet for den udløsende begivenhed

| Pris pr. kapitalandel på tidspunktet for den udløsende begivenhed | SAFE-investorens pris pr. kapitalandel med Discount | SAFE-investorens konverteringskurs | SAFE-kapitalandele                 | Samlede kapitalandele efter den udløsende begivenhed               | SAFE-investorens procentvise ejerskab |
|-------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|
|                                                                   | <i>Spalte 1 * (1-rabat i decimaltal)</i>            | <i>Spalte 2 * 100</i>              | <i>SAFE-investering / Spalte 2</i> | <i>Udestående kapitalandele før SAFE-konverteringen + spalte 4</i> | <i>Spalte 4 / Spalte 5 * 100</i>      |

#### Udregning for figur 4

Til nedenstående beregninger skal på forhånd kendes:

- SAFE-investeringens størrelse
- Antal udestående kapitalandele før SAFE-konverteringen
- Pris pr. kapitalandel på tidspunktet for den udløsende begivenhed

| Pris pr. kapitalandel på tidspunktet for den udløsende begivenhed | SAFE-investorens pris pr. kapitalandel uden Discount | SAFE-investorens konverteringskurs | SAFE-kapitalandele                 | Samlede kapitalandele efter den udløsende begivenhed               | SAFE-investorens procentvise ejerskab |
|-------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|
|                                                                   | <i>Spalte 1</i>                                      | <i>Spalte 2 * 100</i>              | <i>SAFE-investering / Spalte 2</i> | <i>Udestående kapitalandele før SAFE-konverteringen + spalte 4</i> | <i>Spalte 4 / Spalte 5 * 100</i>      |

#### Udregning for figur 6

Til nedenstående beregninger skal på forhånd kendes:

- Markedskursen på tidspunktet for den udløsende begivenhed
- Discount

|                                                           |                                           |
|-----------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| Markedskursen på tidspunktet for den udløsende begivenhed | SAFE-investorens kurs                     |
|                                                           | <i>Spalte 1 * (1- rabat i decimaltal)</i> |

Udeladt i nærværende eksemplar.

**SV: Spørgsmål angående SL § 158, nr. 3 smh. § 173**

Anders Bentzen &lt;AndBen@erst.dk&gt;

Tor 30-03-2023 17:47

Til: Julie Eskildsen &lt;JulieEskildsen@live.dk&gt;

■ 1 vedhæftede filer (100 KB)

Notat.pdf;

Kære Julie og Mia

Beklager det sene svar.

Det korte svar er at ved beslutningen om at foretage kapitalforhøjelsen, er det muligt at angive kursen indenfor en minimums- og en maksimumskurs, og ved anmeldelsen af kapitalforhøjelsen, skal den nøjagtige kurs anmeldelse ved indberetningen af kapitalforhøjelsen til Erhvervsstyrelsen, med maksimalt to decimaler.

Grunden til forskellen er at der er to forskellige hensyn. Minimums- og maksimumskursen ved beslutningen, er for at sikre, at kapitalejerne på generalforsamlingen kan træffe oplyst beslutning omkring kapitalforhøjelsen på et nogenlunde oplyst grundlag. Ved anmeldelsen af kapitalforhøjelsen er hensynet derimod, at det for omverden skal offentliggøres, hvor meget selskabskapital som der reelt indskydes i selskabet ved kapitalforhøjelsen.

I forhold til hvor kravet kommer fra, så har jeg været igennem vores register, og det stammer fra Erhvervsstyrelsens praksis. Til den tidligere aktieselskabslovens § 32, stk. 1, nr.6 fremgår det af lovbemærkningerne, at kursen ved kapitalforhøjelser skal være angivet præcist ved anmeldelsen. Dette gælder dog efter bestemmelsen kun for børsnoterede aktieselskaber. Erhvervsstyrelsen har i 2006 taget stilling til, om princippet også ville finde anvendelse på ikke børsnoterede aktieselskaber. Styrelsen kom her frem til, at dette måtte det gøre, hvorefter dette blev Erhvervsstyrelsens praksis. Ved ophævelsen af aktieselskabsloven, og indførelsen af selskabsloven i 2009, er Erhvervsstyrelsens praksis blevet skrevet med ind i bemærkningerne til § 158. Jeg har vedhæftet notatet tilbage fra 2006.

Håber at I kunne bruge svaret, og held og lykke med specialitet.

Med venlig hilsen

**Anders Bentzen**

Specialkonsulent

**ERHVERVSSTYRELSEN**

Selskabskontrol

Dahlerups Pakhus  
Langelinie Allé 17  
2100 København Ø  
Telefon: +45 35291000  
Direkte: +45 35291295  
E-mail: AndBen@erst.dk  
www.erhvervsstyrelsen.dk

ERHVERVSMINISTERIET

Erhvervsstyrelsen er ansvarlig for behandlingen af de personoplysninger, vi modtager om dig. Læs mere om formål og lovgrundlag for databehandlingen på [erhvervsstyrelsen.dk](https://erhvervsstyrelsen.dk).

Hvis du sender følsomme oplysninger, opfordrer vi til, at du bruger din digitale postkasse på [Virk](#).

### ASL § 32 - kursfastsættelse

Det fremgår af ASL § 32, stk. 1, nr. 6, at en beslutning om at forhøje aktiekapitalen ved tegning af nye aktier, skal angive kursen på de nye aktier.

På baggrund af en ekstern forespørgsel, udtalte faggruppen, at kursen ikke behøver at være eksakt fastsat på generalforsamlingen, hvis der er angivet en minimumskurs og helst også en maksimumskurs, og hvis det af generalforsamlingsreferatet fremgår, at kursen beregnes efter en bestemt metode.

Det forudsættes, at anmeldelsen om kapitalforhøjelsen angiver den endelige kurs.

Der henvises til note 10 til ASL § 32, stk. 1, nr. 6, i lovkommentaren. Denne note vedrører dog kun børsnoterede selskaber, men der var enighed om, at det samme gælder for andre aktieselskaber under forudsætning af, at de ovenfor krævede betingelser er opfyldt.

Selskabsfaggruppen d. 5.12.06.

# BILAG 7

*Disclaimer: This document contains general information, which is not advice, and should not be treated as such. The information is provided “as is” without any representations or warranties, expressed or implied. Should you like to receive advice we offer this through a partner as a [paid service](#).*

**New: WISE is now available as a paid service from StartupTools, [read more](#)**

Through the paid service, you gain access to a specialised lawyer through StartupTools who will do the WISE with you, at a fair & fixed price.

Latest update: 9 August 2021, see [changelog](#) for full details.

Notes: This WISE (Warrants for Investment in Startup Equity) is an instrument originally developed by StartupTools intended to make financing easy in Sweden. It's a “Swedishfication” of the popular American SAFE documents by Y Combinator, which combines some of the best properties of new share issues and convertibles. Please read the [WISE guide at StartupTools.org](#).

This document is the agreement between the company and the investor. Please also see the WISE Terms (which should also be attached to this agreement as appendix 1).

Contributors: [Erik Byrenius](#) and [Mattias Larsson](#).

Thank you [Mattias Larsson](#) for generously sharing your time and expertise in getting WISE to see the light of day. The startup community is very grateful.

## WISE AGREEMENT

This WISE agreement (the “**Agreement**”) has been made on [\[date\]](#) by and between:

### 1. PARTIES

- 1.1. [\[Company Name\]](#), reg. no. [\[reg.no.\]](#), whose registered office is at [\[address\]](#), with email address [\[email address\]](#) (the “**Company**”); and
- 1.2. [\[Company Name\]](#), reg. no. [\[reg.no.\]](#), whose registered office is at [\[address\]](#), with email address [\[email address\]](#) (the “**Investor**”).

### 2. BACKGROUND

- 2.1. The Investor is intending to become a shareholder in the Company, by subscribing for warrants in the Company (the “**Warrants**”) on the terms and conditions set out in this Agreement.
- 2.2. The general terms and conditions applicable to the Warrants that are registered or will be registered at the Swedish Companies Registration Office are provided in [Appendix 1](#) (the “**WISE Terms**”). In this Agreement, all definitions shall have the same meaning as in the WISE Terms, unless expressly stated herein.

- 2.3. The offer comprises of [number] Warrants for which shall be paid a price per Warrant according to § 2.1 in the WISE Terms, i.e. in total SEK [amount].
- 2.4. Details of the ownership of the share capital of the Company are set out in Appendix 2.
- 2.5. This Agreement and the WISE Terms are downloaded from [www.startuptools.org](https://www.startuptools.org) and the Company and the Investor agree that neither one has modified any of the documents, except (i) filling in blanks and bracketed terms; and (ii) removing descriptive text not being a part of the legal document.

### 3. RIGHT OF FIRST REFUSAL WITH REGARDS TO TRANSFER

- 3.1. If the Investor wants to transfer Warrants to a third party, the Investor shall first offer the Company or a person designated by the Company to purchase the Warrants. This means that the Investor shall, before an agreement is executed with the intended acquirer, or before transfer of the Warrants by any other means, make a written offer to the Company to purchase the Warrants that the Investor intends to transfer, attaching a copy of a written and signed offer from the intended acquirer (including the identity of the intended acquirer and all terms and conditions of the intended transfer, including the price per Warrant).
- 3.2. The Company shall, within 45 days from receipt of the offer according to Clause 3.1, inform the Investor in writing whether the offer is accepted. If the Company fails to provide such written notice within 45 days, the offer shall be considered as rejected. The Company shall have the right to accept the offer both fully and partially. Thus, the Company can choose to purchase only some of the offered Warrants. No obligation for the Company to buy offered Warrants or designate another acquirer exists.
- 3.3. The purchase price for Warrants offered pursuant to Clause 3.1 shall correspond to the price per Warrant in the intended transfer. The Company or the person designated by the Company shall pay the purchase price for the acquired Warrants within 30 days after the day of the acceptance of the offer pursuant to Clause 3.2.
- 3.4. Should the Company not wish to, on its own or through a designated person, acquire the offered Warrants pursuant to Clause 3.1, the Investor is allowed to transfer the offered Warrants to the acquirer of which the Investor has informed the Company, within 30 days from the earliest of (i) the day the Investor received notice that the Company did not intend to acquire the offered Warrants, or (ii) the day the 45 day period stipulated in Clause 3.2 has expired. However, such transfer does require that the acquirer, in writing, enters into this Agreement as a party, with the same rights and obligations as the Investor, and that the transfer is made on the terms and conditions presented to the Company by the Investor pursuant to Clause 3.1.
- 3.5. If the Investor does not transfer the pre-empted Warrants within the time frame stipulated in Clause 3.4, the Investor shall be required to once again offer the Warrants for sale to the Company or a person designated by the Company in accordance with the provisions set forth in Clause 3.1 before they can be transferred to a third party.

## 4. RIGHT AND OBLIGATION TO SELL

4.1. In the event shareholder(s) representing a controlling majority in the Company should accept a tender from a bona fide third party bidder to acquire at least 50% of the shares in the Company (the “**Tender**”), the Investor shall sell all the Investor’s Warrants to such bidder at the Company’s request. The Investor shall also be entitled to sell all their Warrants to such bidder.

4.2. The purchase price for a Warrant acquired by such bidder pursuant to Clause 4.1 shall equal the price per share in the Tender, multiplied by the number of shares a Warrant would give the right to subscribe for, after § 5.3 in the WISE Terms has been applied, *mutatis mutandis* as if the Tender were a Financing Round. When performing the calculation in § 5.3 in the WISE Terms, the Tender shall be considered to be a Financing Round with the subscription price per share equal to the price per share in the Tender.

*Example: Assuming (i) that the price per share in the Tender is 18 SEK; (ii) there are 1M shares in the Company; (iii) the Cap is 10 MSEK; and (iv) the Discount is 25%. Then, the discounted company value (V) in § 5.3 in the WISE Terms would be  $18 \text{ SEK} \times 1\text{M} \times (1 - 25\%) = 13.5 \text{ MSEK}$ , but this is higher than the Cap so V is instead set to the Cap, 10 MSEK. The formula in § 5.3 now gives the number of shares per Warrant:  $10 \text{ MSEK} / 10 \text{ MSEK} = 1 \text{ share}$ . The price per warrant is hence  $18 \text{ SEK/share} \times 1 \text{ share} = 18 \text{ SEK}$ .*

4.3. Payment for the Warrant shall be made in the form and within the time stated in the Tender regarding payment for the offeree’s shares. The bidder shall however always have the right to pay for the Warrants in cash.

4.4. The Company shall, as soon as possible, inform the Investor when a Tender has been accepted. In connection with this, the Company shall also inform the Investor if a sale of the Warrants is requested. If this is not the case, the Investor shall within 14 days from the date of information from the Company to the Investor that it does not intend to require a sale notify the Company if the Investor shall exercise its right to sell the Warrants.

## 5. OBLIGATION IN CASE OF PUBLIC OFFERING

In case the shares of the Company will be subject to a public offering, the Investor undertakes to follow any recommendations from the Company or by the Company appointed investment bank or any other party responsible regarding restrictions in the transferability of the Warrants or shares acquired by exercising the Warrants. Such transfer restrictions shall however not last longer than 12 months from the date when the Company’s shares were first available for public trading.



## 6. SHAREHOLDERS' AGREEMENT

- 6.1. The Investor undertakes to, if requested by the Company, and has the right to, enter into a shareholders' agreement with the other shareholders of the Company (the "**SHA**"), in writing, before or immediately in connection with the exercise of the Warrants. The SHA shall be presented by the Company. The SHA can be an agreement intended for the Company's main owners or an agreement intended for the Company's minor shareholders. The SHA shall not be materially worse for the Investor than what is market standard in shareholders' agreements in companies in a similar situation as the Company. For avoidance of doubt, the SHA shall include a pro rata right to participate in future financing of the Company and customary drag along and tag along rights.
- 6.2. The Investor understands that such entrance into the SHA is a condition for the Investor's exercise of the Warrants.
- 6.3. In the event of any ambiguity or discrepancy between the provisions in the SHA and the provisions in this Agreement, the provisions in the SHA shall prevail.

## 7. CONFIDENTIALITY

- 7.1. Each of the parties agrees to keep secret and confidential and not to use or disclose to any third party (except for the purposes of the Company's business) any confidential information relating to the Company. A party is not subject to this confidentiality undertaking if and only insofar as
  - (i) the information is in the public domain (otherwise than through the wrongful disclosure of any party);
  - (ii) the party or its affiliates have by reasonable proof already been in the possession of such information at the time of the receipt of the information;
  - (iii) the information shall be disclosed to its professional advisors; and/or
  - (iv) the disclosure of the information is required by law or by the rules of any regulatory body to which the party is subject.
- 7.2. The obligations on a party under this Clause 7 shall survive the termination of this Agreement, as set forth in Clause 8, for a period of three years.

## 8. TERM OF AGREEMENT

This Agreement enters into force from the day it is signed until and including the date ten years later or the prior date when no obligations according to this Agreement longer exist.

## 9. MISCELLANEOUS

- 9.1. This Agreement contains the entire Agreement between the parties with respect to the subject matter of this Agreement and supersedes all previous and contemporaneous negotiations and understandings between the parties, whether written or oral.

- 9.2. Changes and additions to this Agreement, including to this provision, must be in writing and duly executed by all parties.
- 9.3. If any provision of this Agreement is held to be invalid or unenforceable by any judicial or other competent authority, the remainder of that provision and all other provisions of this Agreement will remain in full force and effect and will not in any way be impaired. The parties agree to substitute the invalid or unenforceable provision by a provision which will come as close as possible to the intended economic effect of the invalid or unenforceable provision.
- 9.4. None of the parties may assign, transfer nor pledge any part of their rights or obligations under this Agreement without the prior written consent of the other party.

## 10. NOTICES

Notices according to this Agreement shall be delivered by courier, registered mail or e-mail to (i) when delivering to the Company, the Company's from time to time registered address and (ii) when delivering to the Investor, the latest address the Investor has provided the Company with. The Investor shall notify the Company upon a change of address, following the procedure stated in this provision. A notice shall be considered as received

- (a) if delivered by courier: when delivered to the addressee;
- (b) if delivered by registered mail: two business days after delivery to the postal service;
- (c) if delivered by email: when the addressee in person and in writing confirms the reception.

## 11. GOVERNING LAW AND DISPUTES

- 11.1. This Agreement shall be governed by and construed in accordance with the laws of Sweden.
- 11.2. A dispute arising out of this Agreement shall be finally settled by arbitration in accordance with the Rules for Expedited Arbitration of the Arbitration Institute of the Stockholm Chamber of Commerce. The cost shall be allocated in accordance with the rules of the Arbitration Institute of the Stockholm Chamber of Commerce. Confidentiality shall apply to the proceedings as well as to any decision or verdict. The seat of arbitration shall be Stockholm. The language to be used in the arbitral proceedings shall be English, unless the parties have agreed otherwise. Evidence may, however, be presented in English or Swedish as the case may be.

[SIGNATURE PAGE TO FOLLOW]

This Agreement has been signed digitally.

**Investor**

City: \_\_\_\_\_

Date: \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
[Name]

**Company**

City: \_\_\_\_\_

Date: \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
[Name], [chairman of the board]

\_\_\_\_\_  
[Name], [board member]

\_\_\_\_\_  
[Name], [board member]

\_\_\_\_\_  
[Name], [board member]

## APPENDIX 2

## CAPITALIZATION TABLE PRE-INVESTMENT

| Owner (or group, e.g. "Other WISE investors" can be grouped into one line) | Only shares |               | All Equity Instruments<br>(as if converted to shares) |               |
|----------------------------------------------------------------------------|-------------|---------------|-------------------------------------------------------|---------------|
|                                                                            | Shares      | Ownership (%) | Equity Instruments                                    | Ownership (%) |
|                                                                            |             |               |                                                       |               |
|                                                                            |             |               |                                                       |               |
|                                                                            |             |               |                                                       |               |
| <b>TOTAL</b>                                                               | <b>[X]</b>  | <b>100%</b>   | <b>[X]</b>                                            | <b>100%</b>   |

**"Equity Instruments"** means both issued and non-issued (but resolved) shares, options, warrants, convertible loans, subscription rights and any other securities or instruments that can be converted into shares or used to subscribe for shares in the Company.

*Example 1: If a founder has 100k shares, 5k stock options and a convertible note or WISE warrants that can convert into a maximum of 3k shares, he/she has 108k Equity Instruments.*

*Example 2: If the Company has decided to issue 50k WISE warrants, of which the Investor is purchasing 10k, this can be entered into the cap table as the Investor owning 10k Equity Instruments, and "Other WISE investors" owning 40k Equity Instruments.*

## STARTUP'S LEAD INVESTMENT PAPER

### Regarding [Startup] AS

---

This Startup's Lead Investment Paper (the “SLIP”) has been entered into by and between:

- (1) [name], [address], business reg. no. [?];
- (2) [name], [address], business reg. no. [?];
- (3) [name], [address], business reg. no. [?], (“Investor”); and
- (4) [Startup] AS, business reg. no. [?] (the “Company”).

Individually referred to as the “Party” and collectively to as the “Parties”. Party no. (1) to (2) shall be referred to as the “Founders”.

#### 1 THE SLIP, KEY TERMS AND CAPTABLE

- 1.1 The SLIP has been developed by StartupLab in collaboration with SANDS. The principal purpose of the SLIP is to allow Norwegian tech startups to raise capital at a very early stage of development, and before it is possible to make a well-founded estimate of a pre-money valuation. The SLIP is a security in which the investor purchases the right to subscribe for an undefined number of shares, to be determined by a future valuation of the startup.

- 1.2 For the purpose of this particular SLIP, the Parties have agreed on the following key terms:

|                           |         |
|---------------------------|---------|
| <b>Bank Account No:</b>   | [?]     |
| <b>Discount:</b>          | [?] %   |
| <b>Investment Amount:</b> | NOK [?] |
| <b>Initial Financing:</b> | NOK [?] |
| <b>Trigger Amount:</b>    | NOK [?] |
| <b>Valuation Cap:</b>     | NOK [?] |

- 1.3 The Company has a share capital of NOK [?] divided into [?] shares, each with a par value of NOK [?]. The ownership structure at the date of this SLIP is as follows:

| Shareholders | Shares | Share (%)    |
|--------------|--------|--------------|
|              |        |              |
|              |        |              |
|              |        |              |
|              |        |              |
|              |        |              |
| <b>TOTAL</b> |        | <b>100 %</b> |

- 1.4 Investing in early-stage companies is inherently high risk. Investments should not be made by anyone who cannot afford to lose their entire investment.

#### 2 DEFINITIONS

- 2.1 In this SLIP, the following terms shall have the following meanings:

|                        |                                                                                                                                                    |
|------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Allotted Shares</b> | Means a number of shares in the Company calculated by dividing the Investment Amount by the sum of the Share Price less the Par Value, as follows: |
|------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

*Allotted Shares = Investment Amount / (Share Price – Par Value).*  
The Par Value will be paid by the Investor upon exercising the SLIP, and thus the Investor will pay the full Share Price for each Allotted Share.

If this method of calculation does not give the Investor a whole number of Allotted Shares, the number of Allotted Shares shall be rounded up or down to the nearest whole share.

**Corporate Transaction**

Means any one of the following transactions:

- A sale of more than 50 % of the shares in the Company
- A sale of all or most of the assets of the Company
- A merger or demerger of the Company
- A liquidation, dissolution or winding up of the Company

**Discount**

Means the discount, applicable for calculating the number of Allotted Shares.

**Equity Financing**

Means a bona fide share capital increase, or series of share capital increases with the principal purpose of raising capital, after which the Company issues and/or sells shares and raises an aggregate NOK amount equal to the Trigger Amount or more in gross proceeds excluding issued and issuable shares in the Initial Financing and excluding shares issued to employees and advisors under any share incentive plan or package.

**Exercise Event**

Means an event that triggers the right to issue and/or subscribe for the Allotted Shares, as described in clause 4.1 below.

**Fully Diluted Basis**

Means to apply the number of shares in the Company immediately prior to the Exercise Event that triggers the issuance of Allotted Shares, including all outstanding securities and rights convertible into, or exercisable for, shares in the Company, including issued options (vested and unvested), excluding shares issued or issuable as part of the Initial Financing.

**Initial Financing**

Means the initial amount of financing, prior to an Equity Financing, up to the amount stated in clause 1.2 above, by issuing SLIPs [and convertible loans] on terms equal to, or no better for the investor, than in this SLIP. [The following SLIPs and/or convertible loans shall also be considered part of the Initial Financing: [insert details]]

**Investment Amount**

Means the NOK amount the Investor shall invest in the Company, as stated in clause 1.2 above.

**Optional Exercise**

Means if the Investor [after [date]] determines, and notifies the Company in writing, to subscribe for the Allotted Shares in any other event than an Equity Financing or a Corporate Transaction, or if the Investor agrees to subscribe and the Company agrees to issue the Allotted Shares.

**Par Amount**

The amount payable by the Investor upon exercising the SLIP, as defined in clause 3.2 below.

|                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Par Value</b>      | Means the par value of the shares in the Company, as stated in clause 1.3 above, or as amended in accordance with clause 3.5.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Share Price</b>    | Means the total price per share paid by the Investor, including the Investment Amount and the Par Amount, calculated as follows:<br>(a) in the event of an Equity Financing, a NOK amount per share calculated by dividing the pre-money valuation in the Equity Financing with the number of shares in the Company on a Fully Diluted Basis, less the Discount, however not higher than a NOK amount per share based on a pre-money valuation equal to the Valuation Cap;<br>(b) in the event of an Optional Exercise, a NOK amount per share calculated by dividing the Valuation Cap, or a different pre-money valuation if agreed between the Investor and the Company, with the number of shares in the Company on a Fully Diluted Basis; or<br>(c) in the event of a Corporate Transaction, a NOK amount per share calculated by dividing the valuation of the Company in the Corporate Transaction with the number of shares in the Company on a Fully Diluted Basis, less the Discount, however not higher than a NOK amount per share based on a pre-money valuation equal to the Valuation Cap. |
| <b>Trigger Amount</b> | Means the Trigger Amount as stated in clause 1.2 above, with relevance to the required amount of capital to be raised in an Equity Financing in order to trigger an issuance of Allotted Shares.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Valuation Cap</b>  | Means the highest possible pre-money valuation of the Company, applicable for calculating the number of Allotted Shares, as stated in clause 1.2 above.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

### 3 THE INVESTMENT

- 3.1 Subject to the terms of this SLIP, the Investor has decided to make an investment equal to the Investment Amount in the Company.
- 3.2 The Investment Amount shall be disbursed in full by the Investor immediately after entering into of this SLIP, by cash payment to the Company's Bank Account.
- 3.3 The payment of the Investment Amount gives the Investor an irrevocable right to subscribe for the Allotted Shares upon an Exercise Event in exchange for paying an additional share deposit equal to the Par Value per Allotted Share (the "**Par Amount**").
- 3.4 Allotted Shares issued [**Alt. 1:** to the Investor, shall have equal rights and belong to the same share class as shares owned by the Founders / **Alt. 2:** in the event of an Equity Financing shall have equal rights and belong to the same share class as the shares issued to new investors in the Equity Financing. Allotted Shares issued in the event of an Optional Exercise or a Corporate Transaction shall have equal rights and belong to the same share class as the existing shares of the Company.]
- 3.5 The Company cannot pay any dividends or similar equity payments to the shareholders or increase the Par Value of the shares by resolving a bonus issue (*Nw.: fondsemisjon*) in the

Company, prior to issuance of the Allotted Shares, unless in agreement with the Investor. If the Par Value is increased or decreased by a share split or reverse split, the exercise price upon subscription of the Allotted Shares shall be equal to the new Par Value of the shares.

- 3.6 The Investor may not assign its rights and obligations under this SLIP without the consent of the Company.
- 3.7 The Founders undertake to vote in favor of all resolutions which implement the terms, conditions and objectives of this SLIP, and to ensure that new shareholders in the Company undertake to vote in favor of all resolutions which implement the terms, conditions and objectives of this SLIP.
- 3.8 If the Company does not issue the Allotted Shares to the Investor on the terms of this Agreement, the Investor may, at the discretion of the Investor, demand to receive the Allotted Shares from the Founders or to be compensated by the Company for any loss incurred by the Investor by not receiving the Allotted Shares.
- 3.9 In the event of a material breach of this SLIP by the Company or the Founders, the Investor may terminate the SLIP, and demand a repayment of the Investment Amount.

#### **4 ISSUANCE OF ALLOTTED SHARES**

- 4.1 The Investor shall subscribe for the Allotted Shares, and the Company shall issue the Allotted Shares, in the following Exercise Events, whichever occurs first:
  - a) Upon completion of an Equity Financing;
  - b) Upon an Optional Exercise; or
  - c) Upon a Corporate Transaction, and the Investor chooses to subscribe for the Allotted Shares.
- 4.2 If an Equity Financing occurs, the Allotted Shares shall be issued in a share capital increase resolved in the same General Assembly where the capital increase in connection with the Equity Financing is resolved. The resolution on issuance of Allotted Shares shall, however, be adopted before any resolution on issuance of shares in the Equity Financing.
- 4.3 Issuance of Allotted Shares in an Optional Exercise shall take place within three weeks following the written exercise notice from the Investor or the agreement between the Investor and the Company to issue shares.
- 4.4 If a Corporate Transaction is resolved, agreed or otherwise likely to take place, the Investor shall be informed about the type of Corporate Transaction and the specific terms with relevance for the Investor. The Corporate Transaction shall not be completed until the Investor has received the Allotted Shares or has resolved and notified the Company in writing that the right to subscribe for the Allotted Shares will not be exercised. If the Investor chooses not to subscribe for the Allotted Shares, the Corporate Transaction may be completed on the terms informed to the Investor.

#### **5 SHAREHOLDERS' AGREEMENT**

- 5.1 By entering into this SLIP, the Investor, the Founders and the Company hereby agree and accept that a shareholders' agreement for the Company shall be entered into between the Investor and the shareholders of the Company from the date the Investor becomes shareholders in the Company, which [**Alt. 1:** shall be substantially in the form set out in Schedule 1 to the SLIP / **Alt. 2:** have terms that are customary for early stage technology commercialization companies].



## **6 TERMINATION, JURISDICTION AND GOVERNING LAW**

- 6.1 This SLIP shall terminate when the Allotted Shares have been issued on the terms of this SLIP.
- 6.2 Any disputes that might rise relating to this SLIP and that cannot be resolved amicably, shall be resolved under Norwegian law with Oslo District Court as legal venue.

\* \* \*

The Parties have entered into this SLIP on [date].

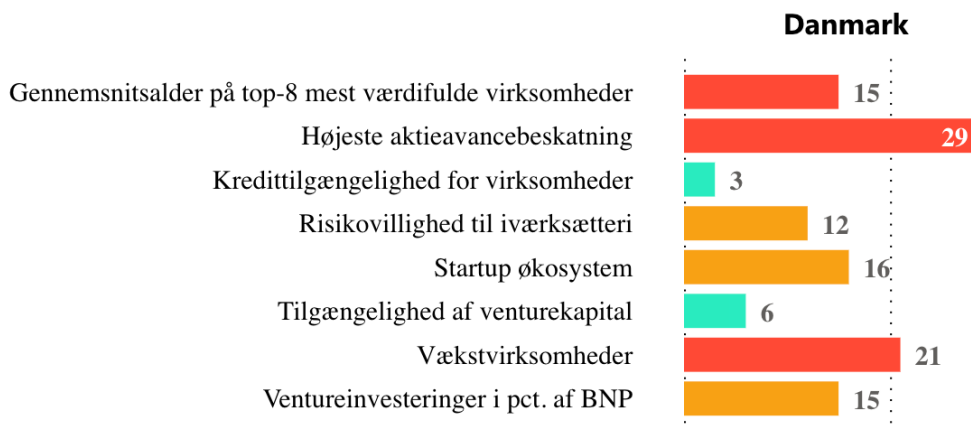
[signatures]

Find the most updated version at <https://startuplab.no/documents>  
For legal questions, contact SANDS at <https://www.sands.no/en/expertise/technology>

## **SCHEDULE 1: SHAREHOLDERS' AGREEMENT**

*[Insert terms or draft of Shareholders' Agreement]*

## OECD-organisationens analyse af OECD-landenes konkurrenceevne for iværksættere.



Gennemsnitsalder på top-8 mest værdifulde virksomheder: Angiver den gennemsnitlige alder for et lands 8 mest værdifulde virksomheder på Forbes liste over de 2000 mest værdifulde virksomheder i verden. Virksomheder i banksektoren og den finansielle sektor medtages ikke.

Højeste aktieavancebeskatning: Angiver skatteraten på aktieavancebeskatningen. Skatteraten er angivet som den maksimale lovbestemt skatterate på personlig aktieafkast.

Kredittilgængelighed for virksomheder: Svar på spørgsmålet "Kredit er lettilgængeligt for virksomheder"

Risikovillighed for iværksætteri: Svar på spørgsmålet "I dit land, til hvilken grad har personer en appetit for iværksætter risiko"

Startup økosystem: StartupBlink rangerer de bedste lande at starte virksomhed i. Rangeringen baseres på mål som antal nye virksomheder, antal enhjørninger, udbredelsen af samarbejdende virksomheder mv. samt en række økonomiske nøgletal.

Tilgængelighed af venturekapital: Svar på spørgsmålet "Venturekapital er lettilgængeligt for virksomheder".

Vækstvirksomheder: Angiver andelen af vækstvirksomheder ud af det samlede antal aktive virksomheder med mindst 10 ansatte.

Ventureinvesteringer i pct. af BNP: Angiver mængden af venturekapital i pct. af BNP.