

Præferencekapitalandele – visse selskabs- og finansieringsretlige spørgsmål

Christoffer Galbo, advokat (L), MBA, Copenhagen Law Advokatfirma

The purpose of the paper is to illustrate alternative preference share models, notably structures frequently used in private equity and venture capital, and analyze key corporate and financing law issues. The paper describes preference share models ranging from traditional dividend focused structures and defensive “subordinated debt” type structures to more aggressive structures protecting investors while also providing for an upside in case of success. It is explained what purposes the different models can serve. The paper further compares the models with certain pertinent issues in the Danish Companies Act. The majority requirements for issuing preference shares are discussed, and the author on this point challenges predominant views, which – according to the author – are based on an exceedingly rigid and undesirable application of the principle of equal treatment of shareholders. The paper finally goes through the requirements for redeeming preference shares.

1. Indledning

Det er i selskabsloven bestemt, at alle kapitalandele har lige ret i selskabet, idet det dog er muligt i vedtægterne at bestemme, at der skal være kapitalklasser med indbyrdes forskelle, jf. selskabsloven (SL) § 45. Selskabsloven opregner ikke de forskelle, der kan fastsættes mellem de forskellige klasser. De kan blandt

andet angå stemmerettigheder, ret til udbytte og andre udlodninger, omsættelighed, indløsningsforpligtelser og rettigheder med hensyn til valg af ledelsesmedlemmer.¹ Også forudgående generationer af selskabslovgivning gav mulighed for etablering af kapitalklasser i både aktieselskaber og anpartsselskaber. Det har således gennem mange år været muligt at knytte særlige økonomiske rettigheder til en klasse af kapitalandele, og sådanne kapitalandele benævnes ofte præferencekapitalandele, henholdsvis præferenceaktier og præferenceanparter.

Udvalget til modernisering af selskabsloven var i sin betænkning² opmærksomt på de fordele, som frihed til at fastlægge kapitalstrukturen indebærer for et selskab og dets ejere, herunder fordelene ved at kunne udstede præferencekapitalandele. Udvalget overvejede at præcisere reglerne om opdeling af selskabskapitalen i klasser,³ men videreførte i det store hele de forud gældende regler – og de heri værende uklarheder – på dette punkt. Det blev dog med selskabsloven igen muligt at udstede

1. Se Bunch og Corfixsen Whitt, Selskabsloven med kommentarer, 3. udgave (herefter: »Bunch og Corfixsen Whitt«), side 285.
2. Betænkning 1498 af 26. november 2008 om Modernisering af selskabsretten (herefter »Moderniseringsudvalgets betænkning« eller »Betænkningen«).
3. Se Betænkningen, side 176.

stemmeløse aktier,⁴ og loven gjorde det muligt at udstede stemmeløse kapitalandele med eller uden repræsentationsret.

Det er min erfaring, at præferencekapitalandele i Danmark først og fremmest anvendes i privatejede selskaber med en forholdsvis snæver ejerkreds, hvori private equity- eller ventureinvestorer indgår. De anvendes endvidere navnlig i visse generationsskiftemodeller og i partnerdrevne virksomheder. Formålet med denne artikel er på denne baggrund at beskrive centrale retlige spørgsmål om præferencekapitalandele. Artiklen fokuserer på de modeller, der anvendes i private equity og venture capital, men inddrager også de obligationslignende præferenceaktiemodeller, der har opnået en vis udbredelse blandt svenske, men ikke danske, børsnoterede selskaber. Artiklen søger ikke at dække skattemæssige problemstillinger.

2. Finansielle karakteristika

Præferencekapitalandele giver fortrinsret til afkast på egenkapitalen. Hvilke fortrinsretigheder, der konkret er tale om, afhænger af reguleringen i vedtægterne. Forskellene består navnlig i, hvad det fortrinsstillede afkast består af, og hvornår det kommer til udbetaling. Den i pkt. 2.1 nævnte model (traditionel ret til forlods udbytte) ses af og til i vedtægter, der ofte er af ældre dato, mens det er min erfaring, at de i pkt. 2.2 (traditionel likvidationspræference), 2.3 (ikke deltagende, tabsbeskyttende likvidationspræference) og 2.4 (deltagende, ekstra afkast sikrende likvidationspræference) beskrevne hovedmodeller ofte anvendes i forbindelse med private equity og venture capital.⁵ Modellerne findes i mange varianter, og

4. Anpartsselskabsloven af 1973 med senere ændringer tillod stemmeløse anparter.
5. Generationsskifter og partnerdrevne virksomheder rejser særlige problemstillinger, hvor klasseopdelingen typisk tilsigter at fordele indtjeningen mellem generationer henholdsvis

der findes andre modeller. Nedenstående er derfor blot en beskrivelse af visse karakteristiske modeller.

2.1. Traditionel ret til forlods udbytte

Traditionelt har præferencekapitalandele ofte givet forlods ret til udbytte med et fast beløb pr. år, formuleret som et fast beløb eller en vis procentdel af kapitalandelens nominelle værdi. Udbytte herudover betales i mangel af andre fortolkningsbidrag pro rata mellem de øvrige kapitalejere, indtil de måtte nå samme udbytte, hvorefter overskydende udbytte udbetales pro rata mellem alle kapitalejere. Det må dog anbefales at regulere spørgsmålet udtrykkeligt i vedtægterne, så fortolkningstvivl undgås. Det vil ofte være bestemt, at den forlods udbytteret er kumulerende således, at retten til et forlods udbytte tillægges præferencen i de følgende år i det omfang, den ikke opfyldes i det pågældende år. Dette bidrager til, at kapitalejernes incitament til at træffe beslutning om at udbetale udbytte i det enkelte år ikke afhænger af, hvilken type kapitalandele de ejer. Hvor præferencekapitalandele blot er tillagt ret til forlods udbytte, vil de ikke have nogen præference til andre afkast eller betalinger fra selskabet.⁶ Fra et finansielt synspunkt er det ikke logisk at behandle udbytte forskelligt fra andre afkast.

2.2. Traditionel likvidationspræference

I andre tilfælde tillægges præferencekapitalandele forlods ret til et vist afkast, uanset i

partnere. »Equity Tracking Securities« behandlet af Bernhoft i RR 2001, nr. 12, side 36 ff., hvorefter afkastet på en kapitalklasse afhænger af en division eller aktivitet hos udsteder, har mig bekendt aldrig vundet udbredelse i Danmark.

6. I Carlsberg A/S har B-aktier med 1/10 stemmeret således ret til 8 % forlods udbytte, men det er ikke kumulativt, og B-aktionærerne har ikke forlods ret til andre udlodninger. Se vedtægterne af 16. marts 2020 §§ 4-11, navnlig §§ 4-5.

hvilken form det falder. Såfremt afkastet omfatter en vis årlig forrentning, der som udgangspunkt udbetales som udbytte, vil den forlods ret til udbytte typisk være kumulerende. Det vil endvidere ofte være sådan, at der også beregnes præferenceafkast af det forventede årlige udbytte, hvis ikke det udbetales («renters rente»). Kapitalandelene vil i samme omfang have fortrinsret til andre udlodninger fra selskabet, fx ved kapitalnedsættelse eller likvidation. Den finansielle logik er, at indehaverne af præferencekapitalandele i det hele modtager afkast eller er foranstillet indehaverne af almindelige kapitalandele. Det grundlæggende princip er derfor, at præferencen omfatter en »hovedstol«, ofte svarende til den nominelle værdi eller det investerede beløb, og eventuelt et fast løbende afkast. Indehavere af præferencekapitalandelen får derimod som udgangspunkt ikke noget afkast derudover. En vedtægtsbestemmelse herom kan, afhængig af den konkrete situation, fx formuleres som følger:

Eksempel 1:

»XX. Selskabets præferenceaktier giver fortrinsret til provenu ved udlodninger fra selskabet som følge af (a) en nedsættelse af aktiekapitalen, (b) betaling af udbytte, (c) selskabets likvidation og/eller (d) betaling af kontant vederlag i forbindelse med en fusion eller spaltning af selskabet, det vil sige, at sådanne udbetalinger først og fremmest skal foretages til indehaverne af præferenceaktier. Præferenceretten skal omfatte et årligt kumulativt afkast på 5 procent af aktiernes nominelle værdi, det vil sige DKK 0,05 per aktie à DKK 1. Afkastet regnes i første omgang fra registreringen af præferenceaktierne i Erhvervsstyrelsen og til kalenderårets udløb og derefter årligt, inkl. afkast af eventuelt ikke udbetalt præferenceudbytte («renters rente»). I tilfælde af nedsættelse af aktiekapitalen med udlodning til aktionærer, udbytte ud over årets ordinære resultat, selskabets likvidation eller betaling af kontant vederlag i forbindelse med en fusion eller spaltning af selskabet skal præferenceaktionærerne tillige forlods modtage et beløb pr. aktie svarende til den kurs, hvortil præferenceaktierne kunne være indløst af selskabet, jf. nedenfor. Udbytte på præferenceaktier udbetales

årligt senest 1. maj eller førstkommande bankdag derefter i det omfang, selskabet har truffet beslutning om udbetaling af udbytte. Ved udbetalinger af udbytte på den ordinære generalforsamling kan der, når præferenceaktierne har fået deres årlige præferenceafkast, udbetales udbytte på stamaktierne i det omfang, dette kan rummes inden for årets ordinære resultat.»

Eksempel 2:

»YY. B-aktierne har en præferenceret til afkast fra selskabet (uanset om dette sker som udbytte, likvidationsprovener, kapitalnedsættelse eller på nogen anden måde) som følger:

B-aktiernes præferencebeløb svarer til det oprindelige investeringsbeløb på aktierne med tillæg af 5 % p.a. opgjort med renters rente og fradrag af udbetalte beløb.

Afkast udbetales først til B-aktierne, indtil B-aktierne har modtaget et afkast svarende til præferencebeløbet, hvorefter overskydende afkast udbetales til fordeling blandt A-aktierne.

I tilfælde af en exit, hvorved forstås (i) en overdragelse af alle eller flertallet af aktierne i selskabet, (ii) et salg af samtlige eller alle væsentlige aktiver i selskabet i forbindelse med en afvikling eller substansiell ændring af selskabets aktivitet, (iii) en opløsning af selskabet, eller (iv) en anden form for afvikling eller substansiell ændring af selskabets aktivitet, skal provener til kapitalejerne, uanset om dette udbetales som udbytte, fordeles således, at B-aktiernes præferencebeløb udbetales til B-aktierne, inden det resterende provener udbetales til A-aktierne.»

Det vil bero på en fortolkning af vedtægterne, om der løbende kan udbetales udbytte til indehaverne af almindelige kapitalandele, når indehaverne af præferencekapitalandelene har fået deres årlige præference udbytte, og om herefter overskydende udbytte alene betales på de almindelige kapitalandele.

Investors afkastprofil på denne type præferencekapitalandel ligner således afkastprofilen på et gældsinstrument. De vil derfor ofte blive tegnet af investorer, for hvem alternativet ville være en gældsinvestering, eventuelt i form af et ansvarligt lån. De kan fx bruges til yderligere gearing af selskaber, der allerede har en høj gearing, fx porteføljeselskaber til private equi-

ty fonde eller ejendomsselskaber, hvor de kan være et supplement til finansiering med ejendoms pant, jf. nedenfor pkt. 2.5 og 4.3. Derudover kan de i investeringsfondsstrukturer anvendes til at sikre investorerne det basisafkast (»hurdle«), som skal tilgås dem, førend et merafkast deles med management selskabet. Merafkastet betales så til en anden kapitalklasse. De stemmeløse præferenceaktier, som skal udstedes til Dansk Genopretningsfond i forbindelse med dennes rekapitalisering af større danske virksomheder ramt af COVID-19-krisen, er af den i dette pkt. 2.2 omtalte type.⁷ Præferenceafkast af denne type kommer ikke nødvendigvis til udbetaling ved en overdragelse af samtlige eller majoriteten af selskabets kapitalandele.

2.3. Ikke deltagende (*non participating*), tabsbeskyttende likvidationspræference

I andre tilfælde vil præferenceretten svare til det højeste af (i) traditionel likvidationspræference (»hovedstol« + eventuelt løbende afkast), jf. pkt. 2.2, og (ii) det afkast, der tilkommer ejere af almindelige kapitalandele. En vedtægtsbestemmelse herom kan fx formuleres som følger:

Eksempel 3:

»ZZ.1 Ingen anparter har særlige rettigheder bortset fra likvidationspræference for Seed Anparterne. Klasse Seed Anparterne skal hver være berettiget til et præference beløb (»Præference Beløb«) i tilfælde af en Likvidationsbegivenhed, jf. pkt. 9. Præference Beløbet skal svare til det beløb, der er betalt ved tegning af de relevante anparter [eventuelt med til-

7. Se Finansudvalgets Aktstykke nr. 6 afgjort den 22. oktober 2020, optrykt i Folketingstidende 2020-21, Tillæg E. Dansk Genopretningsfond forudsættes tillige at modtage warrants til almindelige kapitalandele, som fonden dog alene kan nettoafregne eller afstå. Copenhagen Capital A/S, et dansk ejendomsselskab, har også udstedt en præferenceaktie af denne type, som er optaget til handel på Nasdaq OMX Copenhagen.

læg af årlig forrentning] med fradrag af dividender og udlodninger fra selskabet.

ZZ.9 I disse vedtægter skal »Likvidationsbegivenhed« forstås som (i) enhver begivenhed, der fører til udbetaling af dividende eller betaling i forbindelse med tilbagekøb af anparter, kapitalnedsættelse eller anden udlodning fra selskabet, (ii) enhver betaling eller udlodning til kapitalejere i forbindelse med opløsning af selskabet, det være sig ved solvent eller insolvent likvidation eller konkurs eller nogen anden form for opløsning, (iii) enhver betaling af kontant vederlag, som udbetales i forbindelse med en fusion eller spaltning af selskabet, og (iv) udbetaling af dividende, betaling eller andet vederlag til kapitalejerne i forbindelse med en exit eller et fælles (helt eller delvist) salg af anparter samt (v) enhver anden udlodning, betaling eller vederlag til kapitalejerne.

Ved en Likvidationsbegivenhed skal selskabets omkostninger i relation til Likvidationsbegivenheden, herunder salærer til eksterne rådgivere, afholdes, hvorefter det tilbageværende provenu skal distribueres som følger:

- Først modtager indehavere af Seed Anparter det højeste af (i) Præference Beløbet for hver Seed Anpart og (ii) det beløb, de ville modtage, såfremt Seed Anparten var konverteret til en Ordinær Anpart umiddelbart forud for Likvidationsbegivenheden;
- Herefter overskydende beløb skal fordeles mellem indehaverne af Ordinære Anparter pro rata i forhold til deres nominelle beholdning.

Ejere af Seed Anparter er til enhver tid berettiget til at kræve, at deres Seed Anparter konverteres til Ordinære Anparter, og en sådan konvertering skal være obligatorisk forud for en IPO. Konverteringsraten skal indledningsvist være 1:1, men skal justeres for anpartssplit, dividender, rekapitaliseringer og lignende. Bestyrelsen skal øjeblikkeligt indkalde en generalforsamling, hvis dette er påkrævet for at implementere konverteringen.«

Sådanne præferencekapitalandele benævnes ofte som havende en *non participating* likvidationspræference. Disse benyttes, hvor investor er interesseret i en traditionel egenkapitalinvestering – og afkast – men qua præferenceretten opnår beskyttelse mod, at selskabet udvikler

sig dårligere end forventet (*down side protection*). Modellen er meget udbredt i ventureinvesteringer, navnlig i de tidlige investeringsrunder, hvor risikoen er meget høj. Investors fokus er her på det positive scenarie, hvor investeringen bliver mangedoblet, men investor opnår samtidig beskyttelse, hvis ikke det sker. Strukturen kan endvidere bidrage til at opnå enighed om værdiansættelsen af den pågældende virksomhed i og med, at investor »får sine penge«, førend de eksisterende ejere får et afkast.

Præferenceafkast af denne type vil, ligesom afkast på kapitalandele som de nedenfor i pkt. 2.4 nævnte, forfalde ved en overdragelse af samtlige eller majoriteten af selskabets kapitalandele, idet det jo navnlig er her, at de almindelige kapitalandele kan vise sig at give et højere afkast. Afkastet betales ved et salg af kapitalandele af køber og ikke af selskabet.

2.4. Deltagende (*participating*), ekstra afkast sikrende likvidationspræference

Præferenceretten giver i andre tilfælde, foruden et præferenceafkast svarende til traditionel likvidationspræference, afkast svarende til det, der udbetales på de almindelige kapitalandele. Hvis selskabet sælges eller likvideres, modtager indehaverne af præferencekapitalandelene således forlods »hovedstolen« samt et evt. løbende præferenceafkast, hvorefter de sammen med ejerne af almindelige kapitalandele modtager en andel af et tilbageværende provenu pro rata i forhold til deres ejerandel. Sådanne præferencekapitalandele benævnes ofte som havende en *participating* likvidationspræference. Investor er her beskyttet, hvor det går dårligt (*down side protection*), men deltager derudover i samme afkast som ejere af almindelige kapitalandele. Denne position er i sigens natur meget attraktiv for investor. Den ses derfor ofte anvendt, hvor det pågældende selskab er i en svær situation og ikke har gode finansieringsalternativer. Det modtagende selskabs kapitalejere kan dog også vurdere, at de

er bedre stillet ved at give investor gode rettigheder på vedkommendes kapitalandele i og med, at de så kan beholde en større del af selskabet selv – og dermed har en større gevinst, hvis selskabet udvikler sig meget positivt. Også denne model kan endvidere anvendes til at opnå en tilsigtet fordeling af afkast mellem investorer og management team i en kapitalfondsstruktur, hvor investor skal have et vist afkast på sin investering, førend et merafkast deles med management team'et.

2.5. Positionen i kapitalstrukturen

Indehaverne af præferencekapitalandele krav er strukturelt efterstillet kreditorers krav. Præferencekapitalandele vil derfor som altovervejende hovedregel kunne udstedes, uden, at udsteder skal bekymre sig om covenants eller andre begrænsninger i låneaftaler. I selskaber med en høj gældsætning kan udstedelse af præferencekapitalandele af den i pkt. 2.2 (traditionel likvidationspræference) nævnte type tilbyde selskabets egenkapitalinvestorer yderligere gearing og være et alternativ til efterstillet lånefinansiering, ofte benævnt hybrid kapital.⁸ Præferencekapital behandles af ratingbureauer som egenkapital. Hybrid kapital kan dog tillige struktureres således, at den af ratingbureauer behandles som egenkapital, typisk med 50 % vægt afhængig af ratingbureau og nærmere kriterier. Selskabets betalinger til indehaverne af præferencekapitalandele skal respektere selskabslovens regler i kapitel 11 (kapitalafgang), 12 (egne kapitalandele) og 14 (opløsning). Løbende betalinger skal derfor overholde reglerne om betaling af udbytter og komme fra frie reserver, jf. SL § 180, stk. 2. Af

- Et andet alternativ, som visse svenske selskaber anvender, er »Series D Common Shares«. Disse giver typisk ret til et højere udbytte end almindelige kapitalandele i øvrigt, men det er maksimeret og udbetales ikke forlods. De har i øvrigt typisk lavere stemmeret. Se fx de af AB Sagax udstedte Series D Common Shares.

kast betales således af beskattede midler, og selskabet har ikke fradrag for betalingen.

Præferencekapitalandele udgør således en hybrid finansieringsform med karakteristika fra både egen- og fremmedkapitalfinansiering.⁹ Den konkrete udformning af kapitalandelenes rettigheder afgør, i hvor høj grad instrumentet afviger fra en traditionel kapitalandel.

3. Den selskabsretlige ramme

Præferencekapitalandele udstedes med hjemmel i og er underlagt selskabsloven. Selv om selskabsloven bygger på et princip om aftalefrihed, er der ikke samme frihed som ved tilrettelæggelsen af et gældsinstrument. Den kendte selskabsretlige ramme bibringer dog tillige parterne, navnlig investoren, en vis forudsigelighed og beskyttelse.

De i selskabsloven relevante regler omfatter navnlig § 45 om ligeretsgrundsætningen, § 69 om indløsning, § 154, stk. 2, jf. § 106, stk. 1, om vedtagelseskrav for kapitalforhøjelser, § 107, stk. 3, om vedtægtsændringer, hvor retsforholdet mellem kapitalklasser forskydes, den tilsvarende bestemmelse i § 162, stk. 6, om forskydninger i retsforholdet mellem kapitalklasser i forbindelse med beslutninger om fortegningsret og generalklausulen i § 108. Selskabets betalinger til kapitalejere skal endvidere være i overensstemmelse med selskabslovens regler om udlodninger og udbetalinger til kapitalejere ved udbytte (§§ 179-184), kapitalnedsættelse (§§ 185-193), tilbagekøb af kapitalandele (§§ 196-204) og likvidation (§§ 216-224).

9. Se Damodaran, *Applied Corporate Finance* (1999), side 223, Lau Hansen, *Introduktion til selskabsretten og kapitalmarkedsretten*, 2. udgave, side 70 og Kure, *Finansieringsret*, 2. udgave (herefter »Kure«), side 185-186.

4. Præferenceretten i forhold til selskabsloven

4.1. Præmissen om aftalefrihed

Udvalget til Modernisering af Selskabsretten anbefalede, at »selskaberne og investorerne selv skal kunne tilrettelægge, hvad der kan kendetegne en klasse, og hvor mange klasser selskabet ønsker sine kapitalandele opdelt i«. Udvalget henviste i denne forbindelse til investorers og selskabers varierende præferencer og anbefalede som konsekvens heraf, »at selskabslovgivningen bør afstå fra at lægge hindringer i vejen for den investeringsbeslutning, som selskabet og dets investorer ønsker at træffe. Lovgivningen bør således udvise størst mulig fleksibilitet.«¹⁰ I forlængelse heraf anførtes det i de specielle bemærkninger til § 46 (lovens § 45) om ligeretsgrundsætningen i Betænkningens lovudkast, at »det fortsat bør overlades til kapitalselskaberne og investorerne selv at tilrettelægge, hvorledes kapitalstrukturen skal være i det enkelte kapitalselskab, herunder at afgøre, hvad der kendetegner en klasse, og hvor mange klasser et selskab ønsker sine kapitalandele opdelt i.« Det anføres i forlængelse heraf, at »[v]ed en kapitalklasse forstås en gruppe af kapitalandele, hvortil der er knyttet de samme rettigheder« samt, at opdeling i klasser og disses forskelligheder skal fremgå af vedtægterne.¹¹

4.2. De beskrevne modeller

Der er altså vide rammer for, hvilke rettigheder en kapitalklasse kan tillægges. De ovenfor i afsnit 2.1-2.4 nævnte modeller synes alle generelt at være i overensstemmelse med det af Moderniseringsudvalget forudsatte, om end vedtagelseskravene kan afhænge af de konkrete rettigheder, jf. pkt. 5 og 6 nedenfor.

Vedtægter indeholder af og til bestemmelser om, at en indehaver af præferencekapitalandele til enhver tid kan kræve, at præferen-

10. Se Moderniseringsudvalgets betænkning, side 175-176.

11. Se Moderniseringsudvalgets betænkning, side 800.

cekapitalandelen konverteres til almindelige kapitalandele. En konvertering fra én kapitalklasse til en anden kan efter omstændighederne anses som en afståelse i skattemæssig henseende.¹² En konvertering kan for eksempel være relevant for præferencekapitalandelen i pkt. 2.3 (ikke deltagende, tabsbeskyttende likvidationspræference) nævnte type, idet konverteringen så forudsættes gennemført i forbindelse med et salg af selskabet (en exit), hvorved kapitalejeren opnår samme (højere) afkast som de almindelige kapitalandele. En sådan konvertering må qua sin hjemmel i vedtægterne kunne gennemføres af bestyrelsen uden en generalforsamling, forudsat at vedtægtsbestemmelsen er præcis, og at den samlede nominelle kapital er uændret. Det samme resultat kan imidlertid nås ved at formulere præferenceretten således, at den hjemler det ønskede afkast, uden, at kapitalandelen konverteres. Det er dog ikke altid muligt at undgå konvertering. Ved en børsnotering af et selskab, vil det således som oftest være nødvendigt at foretage en sammenlægning af øvrige kapitalklasser med de ordinære kapitalandele.¹³

Præferencekapitalandeleles fortrinsret til afkast aktualiseres i de i pkt. 2.3-2.4, og eventuelt pkt. 2.2, nævnte modeller blandt andet ved et salg af selskabets kapitalandele. Mens fx ud-

12. Se SKM 2010.763 SR, hvor dette dog ikke var tilfældet. I afgørelsen lagdes blandt vægt på, at det var uforudsigeligt, hvorledes økonomiske fordele ville blive flyttet ved konverteringen, da det afhang af de enkelte parteres fremadrettede indsats. En vedtægtsændring, hvorved kapitalklassers rettigheder forskydes, kan tilsvarende indebære skattemæssig afståelse. Skattemæssig afståelse må i begge tilfælde forudsætte, at værdi flyttes mellem kapitalejerne.
13. I SKM 2012.235 indebar en sammenlægning af fire kapitalklasser forud for en børsnotering ikke afståelse. Der lagdes blandt andet vægt på, at sammenlægningen forud var aftalt mellem kapitalejerne netop i tilfælde af en børsnotering.

lodning af udbytte og likvidationsprovenu hviler på selskabsbeslutninger, følger fordelingen af et salgsprovenu ikke af en selskabsbeslutning. Det følger endvidere af selskabslovens § 82, at ejeraftaler ikke er bindende for selskabet. De binder kun parterne. Erhvervsstyrelsen afviste på denne baggrund angiveligt tidligere vedtægtsbestemmelser, der omfattede fordeling af salgsprovenu, idet de vurderedes ikke at have »vedtægtsmæssig relevans«.¹⁴ Forpligtelsen påhviler således ikke selskabet. Kapitalejerne var herefter henvist til at regulere dette scenarie for betaling af præferenceafkast i en ejeraftale, mens fordelingen af udbetalinger fra selskabet tillige reguleredes i vedtægterne. Parter foretager nu som udgangspunkt selv registreringer i selskabsregisteret, og vedtægter indeholdende bestemmelser om fordeling af præferenceafkast ved salg af kapitalandele registreres jævnlige. Vedtægterne udgør tillige en overenskomst mellem kapitalejerne om selskabet i selskabslovens former. Det er hensigtsmæssigt og i selskabets interesse, at kapitalejernes afkast, herunder præferenceafkast, kan reguleres samlet. Dette taler for at tillade vedtægterne at indeholde bestemmelser om fordeling af salgsprovenu mellem kapitalklasser, og for at sådanne bestemmelser er bindende for kapitalejerne. Så længe der er usikkerhed om retsstillingen, bør forholdet dog tillige reguleres i en ejeraftale, jf. nedenfor pkt. 4.4.

4.3. Obligationslignende modeller

En række svenske selskaber har udstedt og børsnoteret præferenceaktier, der i endnu højere grad end de ovenfor i pkt. 2.2 (traditionel likvidationspræference) nævnte har karakteristika som obligationer. Disse omfatter typisk et forud fastlagt provenu ved indløsning eller

14. Se Tomas Krüger Andersen, *Private Equity*, side 141. Om det generelle krav om »vedtægtsmæssig relevans«, se Bunch og Corfixsen Whitt, side 398 f.

likvidation, eventuelt afhængig af tidspunktet derfor, samt kvartalsvis udbetaling af udbytte (»kupon«) og et procentuelt årligt tillæg til denne (»morarente«), såfremt det stipulerede udbytte ikke udbetales rettidigt, men ingen andel i afkast derudover.¹⁵ Kapitalandelene har endvidere typisk reduceret stemmeret. I Danmark vil det tillige være muligt at gøre en sådan kapitalklasse stemmeløs, og en sådan stemmeløs kapitalklasse har som udgangspunkt heller ikke repræsentationsret, jf. SL § 46. Kapitalandele uden stemme- og repræsentationsret medtælles ikke ved opgørelsen af kapital (og stemmer) efter SL § 106, stk. 1, men indgår ved opgørelsen af den efter § 107, stk. 3, krævede majoritet, hvis kapitalandelene er i den pågældende klasse.

En præferencekapitalandel med de nævnte finansielle karakteristika, som tillige gøres stemmeløs, er et instrument med meget stor lighed med en efterstillet obligation, om end afkastet betales af egenkapitalen. Denne type af udstedelser er navnlig udbredt blandt svenske ejendomsselskaber, hvor det må antages, at den finansielle gearing allerede er ganske høj qua mulighederne for finansiering med ejendoms pant. Der kan for kapitalandele med de nævnte karakteristika rejses det spørgsmål, om der overhovedet er tale om en kapitalandel. Hvis ikke det er tilfældet, vil bestemmelserne ikke kunne registreres. Heroverfor må det anføres, at selskabsloven netop tillader parterne at definere den enkelte kapitalklasses rettigheder inden for lovens rammer. Selskabsloven indeholder således intet krav om, at ka-

pitalandele skal give et afkast med en profil svarende til en traditionel aktie eller anpart. En præferencekapitalandel med rettigheder som nævnt må derfor tillige kunne udstedes efter selskabsloven, jf. også udtalelserne fra Udvalget til Modernisering af Selskabsretten citeret ovenfor i pkt. 4.1.

Hvor indehaverne af præferencekapitalandele stilles et højt løbende afkast i udsigt, skal bestyrelsen være ekstra opmærksom på SL § 179, stk. 2, 1. pkt. Bestyrelsen er efter denne bestemmelse ansvarlig for, at uddelingen af selskabets midler til kapitalejere, herunder udbytte, ikke overstiger, hvad der er forsvarligt under hensyntagen til selskabets, og i moderselskaber koncernens, økonomiske stilling, og ikke sker til skade for selskabet eller dets kreditorer. Præferencekapitalejernes afkastforventninger og løfter herom ændrer således ikke på vurderingen af, hvornår det er forsvarligt at udbetale udbytte. Bestemmelserne om præferenceret vedrører således fordelingen af udbytte og andet afkast mellem kapitalejerne, men giver ikke en ret til udbytte som sådan.¹⁶

Såfremt selskabet skal betale udbytte kvartalsvist, kan selskabets generalforsamling enten vedtage årets samlede dividende på den ordinære generalforsamling, jf. SL § 180, eller træffe beslutning om udlodning af ekstraordinært udbytte, jf. SL § 182, stk. 1, eller eventuelt bemyndige bestyrelsen dertil, jf. SL § 182, stk. 2.

4.4. Reguleringen

Det følger af SL § 45, at de forskellige kapitalklassers rettigheder skal fremgå af vedtægterne.¹⁷ Dette er en forudsætning for den sel-

15. Se fx Oscar Properties Holding AB's præferenceaktier i klasse A og B, præferenceaktier udstedt af Klövern AB og Aros Bostad AB, samt Eniro AB's præferenceaktier i klasse A og B. Heimstad Bostad AB har udstedt præferenceaktier, hvor udbyttet afhænger af værdien af ejendomsporteføljen. De seneste års udvikling synes dog at vise en tendens mod, at denne type udstedere ofte i stedet bruger hybrid kapital eller Series D common shares.

16. Se Jan Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, 5. udgave (herefter »Schans Christensen«), side 639, og Bunch og Corfixsen Whitt, side 398.

17. I UfR 1958.90 H førte en fortolkning af vedtægterne til, at præferenceaktierne ligesom de ordinære aktier havde stemmeret ved beslutning om indløsning af præferenceaktierne.

skabsretlige gyldighed og dermed også en betingelse for, at selskabet retligt er forpligtet til at betale afkast som forudsat for de forskellige kapitalklasser. Det ses ofte i selskaber med en ejerftale mellem kapitalejerne, at præferencerettighederne tillige fremgår af ejerftalen. Parter kan have en interesse i at holde deres interne forhold fortrolige. Vedtægterne kan imidlertid ikke blot henvise til ejerftalen. En ejerftale binder ikke selskabet, jf. SL § 82, og vedtægter med en sådan henvisning vil blive afvist fra registrering.¹⁸ En skævdeling af afkast fra selskabet, som ikke følger af vedtægterne, kan endvidere give anledning til skatteretlige problemstillinger.¹⁹ Det kan dog ofte give mening også at regulere forholdene i ejerftalen. En mere detaljeret regulering i ejerftalen vil således være bindende for parterne og, uanset SL § 82, kunne være et fortolkningsbidrag til en mindre detaljeret regulering i vedtægterne.

5. Vedtagelse

Kravene til vedtagelse af oprettelse af kapitalklasser afhænger af, hvornår det sker, herunder om det sker i forbindelse med en kapitalforhøjelse. Det har tillige betydning, hvilke rettigheder den ny kapitalklasse tillægges. Moderniseringsudvalget overvejede at præcisere reglerne herom, men endte med i det store hele at videreføre eksisterende regler med de nyttige fortolkningsbidrag, som kan udledes af udvalgets betænkning.

5.1. Etablering ved stiftelsen

Såfremt et selskab stiftes med forskellige kapitalklasser, vil dette følge af stiftelsesdokumentet, jf. SL § 25. Det vil derfor kræve enighed blandt stifterne samt accept fra dem, der teg-

ner kapitalandele. Forskellige kapitalklasser forudsætter, at de har forskellige rettigheder. Der er dog ikke noget i vejen for at etablere klasser ved stiftelsen, men kun der udstede kapitalandele i én af klasserne.

5.2. Etablering efter stiftelsen uden kapitalforhøjelse

Såfremt opdelingen i kapitalklasser sker efterfølgende, vil det enten ske ved en opdeling af eksisterende kapitalandele eller i forbindelse med en kapitalforhøjelse. Der vil i begge tilfælde skulle vedtages en vedtægtsændring. Det almindelige krav til majoritet for vedtægtsændringer er på 2/3 af de stemmer, der deltager på generalforsamlingen, samt af den repræsenterede kapital, jf. SL § 106, stk. 1, 1. pkt. Hvor der er tale om opdeling af eksisterende kapitalandele i klasser, vil hver af de kapitalejere, hvis retsstilling forringes, tillige skulle samtykke til ændringen, jf. SL § 45.

5.3. Etablering ved kapitalforhøjelse

Hvor opdelingen i kapitalklasser sker i forbindelse med en kapitalforhøjelse, er retsstillingen mindre klar. Moderniseringsudvalget understregede hensynet til parternes frihed til at tilrettelægge kapitalstrukturen. Om den på tidspunktet for betænkningen gældende ret udtalte udvalget, at »[i]ndføres klasser efter stiftelsen ved udstedelse af ny kapital, træffes beslutningen af generalforsamlingen som led i beslutningen om at forhøje kapitalen, og den nye classes retsstilling oplyses i vedtægterne, jf. de samme bestemmelser. Med hensyn til majoritetskravene, gælder de sædvanlige krav til ændring af vedtægterne.«²⁰ Udvalgets umiddelbart efterfølgende udtalelser om indgreb i eksisterende rettigheder angik tilsyneladende opdeling af eksisterende kapital i klasser. I relation til den dagældende bestemmelse i aktieselskabslovens § 79, stk. 3,

18. Se Moderniseringsudvalgets betænkning, side 768, med udvalgets specifikke bemærkninger til den foreslåede § 25.

19. Se herom fx Erik Werlauff i UfR 2012B, side 2 (3 ff.).

20. Se Betænkningen, side 170, om indførelse af klasser ved tegning.

anførtes, at hvor selskabet har kapitalklasser, er beslutningen om at afskaffe en klasse ikke et indgreb i en individualret, men »derimod et indgreb i den samlede classes ret.«²¹

Udvalget fremhævede videre, »at både ligeretsgrundsætningen og generalklausulen om majoritetsmisbrug gælder såvel ved beslutningen om at oprette en klasse som ved senere ændringer. Er der tale om ændringer, der forskyder retsforholdet mellem aktieklasserne, eller om en egentlig ophævelse af en eller flere klasser, skal beslutningskravet i aktieselskabslovens § 79, stk. 3, iagttages, dvs. beslutningen skal tiltrædes af aktionærer, der ejer mindst to tredjedele af den på generalforsamlingen repræsenterede del af den aktiekasse, hvis retsstilling forringes. De her drøftede regler om klasser bør efter udvalgets opfattelse være fælles for både aktie- og anpartsselskaber.« Udvalget anbefalede at videreføre disse regler.²² Udvalgets udtalelser og anbefalinger var imidlertid ikke tilstrækkelig klare til at undgå betydelig uenighed i teorien om vedtagelseskravene ved oprettelse af en ny kapitalklasse med præferencerettigheder i forbindelse med en kapitalforhøjelse.

De i selskabsloven relevante bestemmelser er, foruden § 154, stk. 2, jf. § 106, stk. 1, med det generelle krav på 2/3 majoritet ved ændring af vedtægter, navnlig på den ene side SL § 107, stk. 3, og den tilsvarende bestemmelse i SL § 162, stk. 6, og, på den anden side, SL § 45.²³ De forskellige hovedsynspunkter kan

anskues med udgangspunkt i forskellig opfattelse af forholdet mellem disse bestemmelser.²⁴

De mest restriktive fortolkninger af vedtagelseskravene hviler på en vid fortolkning af ligeretsgrundsætningen i SL § 45, 1. pkt., hvorefter denne udgør hovedreglen, og undtagelser hertil skal fortolkes indskrænkende. SL § 106, stk. 1, og §§ 107, stk. 3, og 162, stk. 6, må derfor fortolkes indskrænkende. Ændringer i fordelingen af selskabsformuen, herunder etablering af eller ændring af forlods udbytterettigheder, udgør så dybt et indgreb, at SL § 107, stk. 3, ikke er anvendelig. Oprettelse af ny kapitalklasser med ret til fortrins udbytte eller udlodninger – såvel som ændringer i bestående forskelle på disse punkter – kræver derfor samtykke fra de eksisterende kapitalejere, jf. SL § 45, stk. 1. Denne fortolkning forfægtes navnlig af professor Werlauff.²⁵

SL § 154, stk. 2, jf. § 106, stk. 1, nævner dog ikke særlige krav til kapitalforhøjelser, hvor en ny kapitalklasse tegnes. Udgangspunktet synes herefter at måtte være, at de normale vedtagelseskrav finder anvendelse med forbehold for, at ligeretsgrundsætningen overholdes og misbrug undgås.²⁶

Såfremt de ny kapitalandele udstedes med fortegningsret for eksisterende kapitalejere, eller hvor kapitalklassen oprettes ved en fondsemission, må udgangspunktet være, at beslutningen om udstedelse er i overens-

21. Betænkningen, side 171. SL § 107, stk. 3, svarer til aktieselskabslovens § 79, stk. 3. I Anpartsselskabsloven fandtes ikke en bestemmelse svarende til Aktieselskabslovens § 79, stk. 3, hvorfor vedtægtsændringer af denne karakter ville kræve samtykke fra de negativt berørte, jf. Anpartsselskabslovens § 34, stk. 2.

22. Se Betænkningen, side 177.

23. Det er uklart fra ordlyden af § 162, om denne bestemmelse alene vedrører spørgsmål om fortegningsret, eller om den også vedrører selve oprettelsen af en ny kapitalklasse og derfor frem for § 107, stk. 3, regulerer dette spørgsmål. Dette synes at være Erhvervsstyrelsens opfat-

telse, jf. Bunch og Corfixsen Whitt, side 489. Da bestemmelserne anses for identiske, er det imidlertid uden betydning.

24. Se Bunch og Corfixsen Whitt, side 491, med omtale af henholdsvis Schans Christensens og Werlauffs synspunkter.

25. Se Werlauff, Selskabsret, 11. udgave (herefter: »Werlauff«), side 443 ff.

26. Således Schaumburg-Müller, Kapitalselskaber – aktie- og anpartsselskaber, 9. udgave (herefter: »Schaumburg-Müller«), side 248. Og tilsvarende Betænkningen, side 170, jf. side 177, hvor rækkevidden af udtalelsen dog er noget mindre klar.

stemmelse med ligeretsgrundsætningen. Ligeretsgrundsætningen betyder, at selskabet skal behandle kapitalejere i samme situation lige,²⁷ og den fordel, som tegning af ny kapitalandele måtte indebære, fordeles jo ligeligt blandt kapitalejerne ved en udstedelse med fortegningsret.²⁸ Tilsvarende kan en fortegnings-emission til favørkurs i et selskab, hvor der kun er én kapitalklasse, besluttes med almindelig vedtægtsændringsmajoritet. Såfremt ikke alle kapitalejere af den ene eller den anden grund har mulighed for at tegne præferencekapitalandele i udbuddet, kan beslutningen konkret være i strid med ligeretsgrundsætningen (og generalklausulen i SL § 108), navnlig hvor dette kan virke tilsigtet, men dette er undtagelsen snarere end hovedreglen.²⁹ Ligeretsgrundsætningen gælder i øvrigt også efterfølgende kapitalandele i de forskellige klasser imellem med de forskelle, som følger af vedtægternes opdeling i kapitalklasser, og som må anses for vedtaget under overholdelse af ligeretsgrundsætningen, jf. ovenfor.

Denne fortolkning kan endvidere støttes på SL § 107, stk. 3. SL § 107, stk. 3, fastsætter, at »[f]indes der kapitalklasser i kapital-selskabet, er en vedtægtsændring, der medfører en forskydning af retsforholdet mellem disse enten ved en ændring af allerede etablerede eller indførsel af nye forskelle, kun gyldig, hvis den tiltrædes af kapitalejere, der ejer mindst 2/3 af den del af den kapitalklasse, hvis retsstilling forringes, som deltager på generalforsamlingen.«

27. Se Moderniseringsudvalget betænkning, side 799, specielle bemærkninger til den i lovudkastet foreslåede § 46 (lovens § 45).
28. Bunch og Corfixen Whitt, side 704, kan måske forstås som støtte herfor. Generelt er lovkommentaren dog temmelig forbeholden, se navnlig side 491.
29. Se om denne type situation Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udtalelse af 21. april 2008, gengivet i Bunch og Corfixen Whitt, side 278, og i øvrigt samme, side 267.

Ordlyden af SL § 107, stk. 3, forudsætter, at kapitalklasser allerede er etableret. Den sondrer imidlertid ikke mellem økonomiske og andre rettigheder, uanset præferencerettigheder i mange år har været kendte som ofte forekommende karakteristika for en kapitalklasse. Det forekommer på den baggrund ikke velbegrunderet at kræve, at enhver etablering eller ændring af præferencerettigheder falder uden for bestemmelsen.

Bestemmelsen synes at udtrykke et rimeligt princip, hvorefter ejerne af en kapitalklasse med 2/3 flertal kan acceptere, at deres rettigheder forringes i forhold til en anden klasse. Tanken bagved er vel, at ejerne af en kapitalklasse efter omstændighederne kan have en interesse i, at deres rettigheder forringes. Det kan de bedst selv vurdere, og hvis 2/3 af klassen bifalder ændringen, er den acceptabel for klassen, og der er ikke grund til at forlange det samtykke fra hver af kapitalejerne, som ville følge af SL § 45, 1. pkt., og som måtte kræves, hvis forringelsen kun angik den enkelte kapitalejer og ikke klassen som sådan. Ejerne af almindelige kapitalandele kan fx have en interesse i, at det årlige udbytte på præferencekapitalandele øges, eller at disse tillægges stemmeret, hvis dette er nødvendigt for at kunne udstede yderligere præferencekapitalandele – eller udstede dem til den ønskede kurs – og dermed at geare investeringen i og øge afkastet på de almindelige kapitalandele. Dette gør sig tilsvarende gældende, hvor et selskab kun har én kapitalklasse.

De ændringer, der med hjemmel i SL § 107, stk. 3, kan vedtages, kan endvidere, afhængig af de konkret tillagte rettigheder, have videregående virkning for den kapitalklasse, hvis retsstilling forringes, end oprettelse af en ny klasse. SL §§ 154, stk. 2, og 106, stk. 1, må derfor sammen med SL §§ 107, stk. 3, og 162, stk. 6, forstås således, at et selskab med én kapitalklasse kan etablere en ny med præferencerettigheder i forbindelse med en kapitalforhøjelse med fortegningsret med 2/3 flertal. Tilsvaren-

de må et selskab med to kapitalklasser, henholdsvis almindelige kapitalandele og præferencekapitalandele, kunne etablere en yderligere klasse af præferencekapitalandele med de i de nævnte bestemmelser anførte majoritetskrav. Beslutningen kan som udgangspunkt træffes med almindelige vedtægtsændringsmajoritet, jf. SL § 106, stk. 1, idet den tillige vil skulle tiltrædes efter § 107, stk. 3, af 2/3 af den deltagende kapital i hver af de klasser, hvis retsstilling forringes. Det forekommer i den forbindelse ikke rigtigt ved vurderingen af vedtagelseskravene at lade det have afgørende betydning, om selskabet i forvejen blot har én klasse.³⁰ Nogle kapitalejere i et selskab med kun én klasse kan vel have forudsat denne struktur, men andre kan vel have lagt vægt på selskabslovens bestemmelser om, at kapitalklasser kan etableres med de fordele, som Betænkningen nævner. Uden hjemmelen i SL § 107, stk. 3, ville ændringer i forholdet kapitalklasser imellem endvidere kræve samtykke, jf. SL § 45, i den klasse, hvis retsstilling forringes. En sådan udtrykkelig hjemmel er altså nødvendig, netop hvor der er kapitalklasser, men dette er ikke en god grund til at stille *strengere* krav, hvor der ikke allerede er kapitalklasser. Det er altså mere nærliggende at anvende § 107, stk. 3, analogt end at slutte modsætningsvist fra bestemmelsen. Et kvalificeret flertal bør derfor have adgang til at etablere den ønskede kapitalstruktur med de sikkerhedsmekanismer, som selskabsloven i øvrigt indeholder, jf. herved Moderniseringsudvalgets betænkning.³¹

Der er da også i litteraturen betydelig støtte for, at et selskab med kun en kapitalklasse kan træffe beslutning om udstedelse af kapitalandele i en ny præferencekapitalandelsklasse til

fordel for tredjemand med flertal på 2/3.³² Dette forudsætter, at udstedelsen sker til markedskurs, idet en udstedelse til favørkurs vil skulle tiltrædes af 9/10 af stemmer og repræsenteret kapital, jf. § 107, stk. 2, nr. 1.

Udstedelser af kapitalandele til favørkurs til fordel for tredjemand skal således efter SL § 107, stk. 2, nr. 1, tiltrædes af 9/10 af afgivne stemmer og repræsenteret kapital, mens udstedelser til favørkurs til eksisterende kapitalejere med fortegningsret kan vedtages med almindelig vedtægtsændringsmajoritet. Det ville også på den baggrund være ulogisk med et strengere vedtagelseskrav om samtykke efter SL § 45 ved udstedelser af en ny præferencekapitalklasse med fortegningsret for eksisterende kapitalejere end for udstedelser til tredjemand. Dertil kommer at en tredjemand jo efter udstedelsen vil kunne sælge de pågældende kapitalandele, herunder til de øvrige kapitalejere.

Der er dog i teorien enighed om, at SL § 107, stk. 3, ikke kan forstås bogstaveligt således, at enhver forskydning i retsforholdet mellem kapitalklasser kan vedtages med den i bestemmelsen angivne majoritet, jf. nedenfor. Tilsvarende vil SL § 45 formentlig i særlige tilfælde kunne finde anvendelse ved oprettelse af en ny klasse med præferencerettigheder i forbindelse med en kapitalforhøjelse med fortegningsret eller rettet mod tredjemand, afhængig af de rettigheder, som den ny kapitalklasse tillægges og de konkrete ejerforhold.³³ Der må i den forbindelse kunne lægges vægt på den af Moderniseringsudvalget betonedede

30. Werlauff, side 443 f., og nok også Schans Christensen, side 163 ff., og Bunch og Corfixsen Whitt, side 283, har imidlertid denne opfattelse.
31. Se navnlig Betænkningen, side 176-177.

32. Schans Christensen, side 163 og 377, Bunch og Corfixsen Whitt, side 283, 486 og 704, Schaumburg-Müller, side 248 ff., og Kure, side 196.

33. En emission rettet mod visse eksisterende kapitalejere i et selskab med en kapitalklasse kan som udgangspunkt vedtages med 2/3 flertal, såfremt den gennemføres til markedskurs, jf. SL § 162, stk. 2. Det må i bedste fald anses for tvivlsomt, om en klasse med ny præferencekapitalandele kan etableres således, jf. SL § 45.

interesse for selskabet i at kunne implementere en ønsket kapitalstruktur. Navnlig i selskaber med en spredt ejerstruktur, vil et krav om samtykke reelt udelukke etablering af en ny klasse af kapitalandele med præferencerettigheder. Det er ikke hensigtsmæssigt, hvis ligeretsgrundsætningen virker som en spændetrøje, der reelt umuliggør etablering af en ønsket kapitalstruktur. Udgangspunktet må således være, at ofte forekommende præferencerettigheder som nævnt i pkt. 2.1-2.4, der med en saglig begrundelse etableres i forbindelse med en kapitalforhøjelse, kan vedtages som nævnt ovenfor.

6. Ændring

Vedtægtsændringer, hvorved retsforholdet mellem to kapitalklasser forskydes, kræver, foruden almindelig vedtægtsændringsmajoritet, efter SL § 107, stk. 3, tiltrædelse fra kapital ejere, der ejer mindst 2/3 af den del af den kapitalklasse, hvis retsstilling forringes, som deltager i generalforsamlingen. Der er som nævnt ovenfor nogen uenighed om, i hvilket omfang denne bestemmelse kan forstås efter ordlyden.

Bestemmelsen indeholder således ifølge Werlauff »ikke noget fripas til enhver form for forskydning mellem klasserne. Ét eller andet sted overskrides grænserne for rækkevidden af 2/3-klassereglen – og når grænserne overskrides, vender vi direkte tilbage til udgangspunktet i SL § 45, 1. pkt., således at samtlige de kapitalejere, hvis retsstilling forringes, skal give samtykke, for at beslutningen er gyldig.«³⁴ Han nævner på den baggrund »beslutninger om fordelingen af ejendomsretten til selskabsformuen« som et område, hvor der må være »meget snævre grænser for rækkevidden af 2/3 reglen«. En beslutning om ændring af en kapitalklasses udbytteret kan således alene træffes med samtykke efter § 45, 1. pkt. fra de kapitalejere, hvis retstilling forringes. Tilsvarende vil indførelse af klassevis for-

tegningsret i et selskab med flere kapitalklasser ifølge Werlauff kræve samtykke efter SL § 45, 1. pkt.³⁵

Den af Werlauff forfægtede fortolkning af bestemmelsen er bemærkelsesværdig henset til den brede og undtagelsesfri formulering af SL § 107, stk. 3. Det kan derfor tiltrædes som anført af Schans Christensen, at »det klare udgangspunkt imidlertid [må] være, at anvendelsesområdet for SL § 45, 1. pkt., i denne sammenhæng er ganske snævert.«³⁶ Det kan videre tiltrædes, at de ovenfor nævnte beslutninger, som ifølge Werlauff kræver samtykke, jf. SL § 45, 1. pkt, som udgangspunkt må kunne træffes efter SL § 107, stk. 3. Der henvises i det hele til den ovenfor anførte argumentation, hvorefter navnlig hensynet til selskabets interesse i at kunne tilrettelægge en hensigtsmæssig kapitalstruktur taler for en snæver fortolkning af SL § 45, 1. pkt. I kommentaren til selskabsloven anføres, at »[a]lt efter indgrebets intensitet må det derfor antages, at styrelsen i grænsetilfælde vil falde tilbage på § 45, 1. pkt., og stille krav om, at samtlige de kapitalejere, der vil få sin retsstilling forringet, skal samtykke heri. Der vil dog være tale om en meget konkret afgørelse, hvor de faktiske omstændigheder m.v. vil spille en afgørende rolle.«³⁷ Styrelsen må i den forbindelse forventes at lægge betydelig vægt på, om der er tale om en sædvanlig forretningsmæssig disposition, som er begrundet af legitime hensyn.³⁸

7. Afvikling/Indløsning

I og med at præferencekapitalandele ofte vil give ret til et fast løbende forlods afkast svarende til et gældsinstrument, vil det ofte være hensigtsmæssigt, at selskabet har adgang til at

35. Werlauff, side 445.

36. Schans Christensen, side 164.

37. Bunch og Corfixsen Whitt, side 491.

38. Se også Schaumburg-Müller, side 455, der synes at sætte grænsen ved generalklausulen i SL § 108.

34. Werlauff, side 444 f.

indløse kapitalandelene, det vil sige tilbagekøbe dem.

En indløsningsret, der fastsættes ved etableringen af den pågældende kapitalklasse i forbindelse med en kapitalforhøjelse, kan vedtages med sædvanlig vedtægtsændringsmajoritet, jf. SL § 106, stk. 1, idet indløsningspligt dog forudsætter, at kapitalandelene er udstedt på navn, jf. SL § 48, stk. 2. Såfremt indløsningspligten vedtages efterfølgende, er kravene strengere. En indløsningspligt, hvorefter kapitalejerne forpligtes til at lade deres kapitalandele indløse i lige forhold uden for tilfælde af kapitalselskabets opløsning eller tilfælde omfattet af selskabslovens kapitel 5, kan vedtages med 9/10 af stemmer og repræsenteret kapital efter SL § 107, stk. 2, nr. 3. Såfremt kapitalklasser ér etableret, og en indløsningspligt ønskes indført i den ene klasse, vil dette imidlertid kræve samtykke fra de pågældende kapitalejere, jf. SL § 45, stk. 1. En sådan beslutning går således ud over rammen for SL § 107, stk. 3, hvilket § 107, stk. 2 nr. 3, også synes at forudsætte. Ophævelse af en indløsningsbestemmelse kan derimod ske med sædvanlig vedtægtsændringsmajoritet, idet der ikke vil være tale om en forskydning i retsforholdet mellem kapitalejerne.³⁹

Betingelserne for indløsningen, og hvem der har ret til at forlange indløsning, skal fremgå af vedtægterne, jf. SL § 69. SL § 69 henviser videre til SL § 67, hvorefter vedtægtsbestemmelser om indløsning vil kunne tilsidesættes ved dom, såfremt de fører til en åbenbart urimelig pris eller åbenbart urimelige vilkår i øvrigt, jf. SL § 67, stk. 1. Såfremt indløsningskursen, eller mekanismen for fastsættelse heraf, har været klar fra tegning af kapitalandelene, må rummet for tilsidesættelse af kursen efter § 67 være meget snævert. Man kan dog nok forestille sig tilfælde, hvor fx et

parameter til beregning af indløsningskursen har flyttet sig på en helt uforudsigelig måde.

Et selskab kan alene betale for indløsning af kapitalandele af frie reserver, jf. SL § 197, stk. 1, og generalforsamlingen skal have bemyndiget bestyrelsen til at erhverve kapitalandelene, jf. SL 198, stk. 1. Såfremt indløsningen sker som led i en nedsættelse af selskabskapitalen, jf. SL § 200, nr. 1, kan selskabet tillige anvende selskabskapital, idet der dog skal være dækning for den resterende kapital, når nedsættelsen er gennemført.

En »skæv kapitalnedsættelse«, hvorved alene kapitalen nedsættes i en af flere klasser, eller hvorved den nedsættes forholdsmæssigt mere i en klasse end i de øvrige, kan alene vedtages med samtykke fra dem, hvis kapitalandele elimineres uforholdsmæssigt meget, uanset om kapitalnedsættelsen gennemføres til markedskurs, jf. SL § 45, 1. pkt.⁴⁰ Der er således ikke her tale om »en forskydning af retsforholdet mellem [kapitalklasser] enten ved en ændring af allerede etablerede eller indførelse af nye forskelle«, jf. SL § 107, stk. 3. Det gælder dog ikke, hvis vilkåret om at kunne rette kapitalnedsættelsen mod den pågældende klasse er fastlagt ved etableringen af klassen. I anpartsselskaber er det endvidere nu muligt konkret at bemyndige bestyrelsen til at gennemføre en sådan kapitalnedsættelse i en anpartsklasse, jf. SL § 187, stk. 1. En sådan bemyndigelse vil skulle angive, at formålet med kapitalnedsættelsen er udbetaling til de pågældende kapitalejere, jf. SL § 188, stk.1, nr. 2. Det er til gengæld ikke klart fra bestemmelsen, at bemyndigelsen tidsmæssigt skulle være begrænset til fem år svarende til bemyndigelser om kapitalforhøjelser, jf. SL § 155, stk. 1.⁴¹

40. Se Schans Christensen, side 164.

41. Bunch og Corfixsen Whitt anbefaler (side 797) at begrænse bemyndigelsen til en periode på 5 år, og herved undgår i al fald, at længden anfægtes.

39. Schans Christensen, side 584.

8. Konklusion

Udvalget til modernisering af selskabsretten lagde i sin betænkning vægt på fordelene ved fleksibilitet i forbindelse med oprettelse af kapitalklasser, herunder præferencekapitalandele. I tråd hermed bruges præferencekapitalandele i stadigt stigende omfang i private equity og venture capital. I selskaber med en mere spredt ejerkreds, bruges de imidlertid sjældent, og de anvendte modeller er mindre sofistikerede, end hvad man ser i Sverige. De obligationslignende modeller, der fx bruges i Sverige, kan imidlertid tillige vedtages i overensstemmelse med selskabsloven.

Det er i selskabets interesse at kunne etablere en hensigtsmæssig kapitalstruktur, herunder ved brug af kapitalklasser. En ny præferencekapitalklasse må derfor i forbindelse med en kapitalforhøjelse som udgangspunkt kunne vedtages med almindelig vedtægtsændrings-

majoritet, jf. SL §§ 154, stk. 2, og 106, stk. 1, hvad enten den besluttet med fortegningsret eller rettes mod tredjemand. Såfremt der i forvejen er flere kapitalklasser, finder SL § 107, stk. 3, tillige anvendelse. Den uenighed, der i teorien hersker om vedtagelseskravene ved etablering af en ny klasse med præferencekapitalandele ved kapitalforhøjelse, og i forbindelse med ændringer i de rettigheder, en klasse har, er næppe fremmede for brugen af præferencekapitalandele. Det havde været hensigtsmæssigt, om Betænkningens formuleringer herom var klarere. Selskabslovens forskellige bestemmelser og de bagved liggende hensyn støtter imidlertid den i artiklen forfægtede fortolkning. Ligeretsgrundsætningen indebærer altså ikke *per se* krav om samtykke, og den bør ikke virke som en spændetrøje for selskabet.