

Cand.Merc.Jur

Kandidatafhandling, 4. semester 2019

Iværksættelseskaber

En juridisk og økonomisk komparativ analyse af det daværende IVS

Af Anders Kajholm Skov & Stefan Schou Berthelsen

Studienummer: 92228 & 92966

Kontraktnr: 14469

Juridisk vejleder: Christian Skovgaard Hansen

Økonomisk vejleder: Erik Gaden

Antal tegn: 272.865

Antal normalsider: 119,94

Abstract

On the 1st of January 2014, the Danish legislation made it possible to start a limited liability company where the legal owners of the company only had to commit 1 DKR to start the company, and should the company go bankrupt the owner's liability was limited to the registered capital. The legal form was called IVS, shortening for Iværksætterselskab (Entrepreneurial company).

It was created with the purpose of providing a competitive legal form because of the phasing out of the previous legal form 'Selskab med begrænset ansvar, S.M.B.A' (company with limited liability), a hybrid with combined characteristics of a limited company and a partnership. It was necessary to provide a competitive form, as the EU-ruling 'Centros' opened the opportunity of establishing a company in a country within an EU-country but running the company through a branch in another EU-country, opening up the opportunity of cherry picking based on the most favorable corporate law.

In 2018 the Danish business agency prepared a report on how the IVS had performed since its' establishment. The report stated, that the Danish tax authority experienced that the companies using the form, in general had high tax arrears compared to other legal forms. Based on the report and the fact that the form was used for purposes not intended, the company form was removed in April 2019.

In this report we analyze whether the IVS was in fact a competitive legal form, and if a founder would be better off choosing any of the alternatives available.

We conclude that a founder in most cases would be just as well off choosing one of the alternatives. This was partly due to the fact, that the founder would most likely be liable for more than the registered capital, as no third party would provide loans or credit, without any form of collateral, besides the 1 DKK. Furthermore the Danish legislation provides arrangements that grants some of the upsides usually associated with limited liability-companies, including the use of favorable taxation, depending on the use of the company.

We also try to analyze how third parties providing risk willing capital perceived the IVS. We analyze it using a game theoretical framework, and we conclude that even though the IVS would be suitable for the purpose, it might be more useful choosing an alternative with a higher required capital, as the third party would be more hesitant doing business with the IVS, compared to the other alternatives. This would either lead to higher prices on capital or lead to no founding of the company at all.

We analyze on the effects of the introduction of the IVS in an economical perspective, looking at what the IVS might possibly contribute. We find that the companies most likely did not contribute to innovation in a degree one might have hoped, but they have contributed to a more competitive market. Even though they have contributed to a competitive market, we are not convinced the same effect would not have appeared, had the legal form not existed.

At last we try to come up with an alternate proposal for the removal of the legal form, as we think the legislators partially seem to have forgotten the intended purpose of the IVS, when introducing the new legislation.

In our proposal we try to come up with a solution that in our opinion still consider the intended purpose, but in some way might still provide an partial answer to the troubles the IVS faced.

Indholdsfortegnelse

Indledning.....	4
Kapitel 1.....	5
Problemformulering	5
Synsvinkel	5
Afgrænsning	6
Metodeafsnit	6
Juridisk metode.	7
Økonomisk metodeafsnit	10
Den integrerede metode	13
Empiri.....	14
Begrebshygiejne	15
Struktur.....	15
Kapitel 2 – Jura	17
Juridisk indledning/introduktion	17
Baggrund for IVSet.....	17
Præsentation af Lov nr. 445 af d.13 april 2019	22
Forskellige anvendelser af selskabet.....	22
IVSet - et anpartsselskab	22
Hvornår var der tale om et IVS?	23
Strammere krav til IVSet.....	25
Regler om forsvarligt kapitalberedskab.....	28
Anden generel selskabsretlig regulering	30
Krav til årsrapport samt revision	32
Beskatning af kapitalselskaber, herunder IVSet.....	36
Beskatning	36
Personelselskaberne.....	40
Retssubjektivitet og juridiske personer	40
Hæftelse	40
Årsregnskab	41
Lov om visse erhvervsdrivende virksomheder. (LEV)	41
Transparensprincippet.....	42
Virksomhedsskatteloven	43
Forskellige personelskabsformer + Enkeltmandsvirksomhed	45

Interessentskabet (I/S)	45
Kommanditselskaber (K/S)	48
Enkeltmandsvirksomheden	50
Analyse af IVSet contra Personsselskaberne/enkeltmandsvirksomheder.....	52
Analyse af IVSet contra ApSet	55
Delkonklusion	55
Perspektivering.....	56
Kapitel 3 – Økonomi	57
Indledning.....	57
Anskaffelse af kapital.....	57
Prisen på kapital	57
Stifters modparter på markedet.....	61
Risikoprofiler, risikoaversioner og nytteteori.....	62
Problemet	66
Signalering	68
Screening	68
Analyse af forholdet mellem långiver og stifter	69
Konklusion for stifter/långiver-forholdet	79
Analyse af forholdet mellem stifter og kreditstiller	79
Konklusion for stifter/kreditstiller-forholdet.....	81
Analyse af forholdet mellem stifter og investor.....	82
Konklusion på investor/stifter-forholdet.....	90
Delkonklusion	91
Kapitel 4 – Integreret afsnit.....	92
Hvorfor er nye virksomheder vigtige?	92
Retspolitisk diskussion.....	97
Delkonklusion	100
Kapitel 5 – Konklusion	101
Kildefortegnelse.....	103
Litteraturliste	103
Forkortelser	105
Selskabsforkortelser	105
Øvrige forkortelser	105

Indledning

I Danmark er der fra politisk hold et ønske om at fremme iværksætteriet og forbedre konkurrencevilkårene.

Som et resultat af denne målsætning foretog man i 2009 en stor revurdering af den daværende selskabslovgivning, med det formål at skabe optimale forhold for selskaber i Danmark.

Man oplevede efterfølgende problemer med det daværende S.M.B.A, og konsekvensen af dette blev, at man i 2014 indførte IVSet som erstatning for S.M.B.Aet. IVSet skulle tage kampen op mod de udenlandske selskabsformer, der blev en trussel for den danske selskabsret, grundet EU-dommen Centros.

Man ønskede at erstatte S.M.B.Aet med en anden selskabsform, der samtidig var omfattet af reglerne for kapitalselskaber, som er et mere udtømmende regelsæt, og som sikrer større gennemsigtighed for selskaberne.

En af årsagerne til at man ønskede at udfase S.M.B.Aet var at de havde fået et blakket ry, da en stor andel af disse selskaber gik konkurs eller blev tvangsopløst, hvis man sammenligner med eksempelvis ApSet, som også har begrænset hæftelse.¹

Tankegangen bag IVSet var, at stifter nu kunne drive sin virksomhed i en selskabsform, hvor stifter fik fordel af begrænset hæftelse, samtidig med, at det ikke var nødvendigt at binde som minimum 50.000 kr. i selskabskapital, og dette skulle så medføre, at man så en stigning i nye virksomheder, og heraf mere iværksætteri.

Man ønskede fra lovgivers side at evaluere selskabsformen i dens spæde levetid, så i september 2018 kom en 57-siders rapport fra Erhvervsstyrelsen, med deres samlede vurdering af selskabsformen IVS. Af denne rapport fremgår der ikke entydig evidens for, at iværksætterselskabet har skabt mere iværksætteri, på trods af det ellers indbydende navn "iværksætterselskab".

Derfor rejser spørgsmålet sig så, om IVSet var den mest fordelagtige løsning, både i forhold til dets formål, men også i forhold til driften af virksomheden som et IVS, og afledt heraf, dets reelle konkurrenceevne.

En af iværksætternes største udfordringer generelt er at skaffe den fornødne kapital, for at kunne få succes med virksomheden.² Spørgsmålet er så også, om kapitalfremskaffelsen blev yderligere vanskeliggjort af, at stifter nu kunne kombinere begrænset hæftelse med et kapitalkrav på én krone.

Af Erhvervsstyrelsens rapport fremgår det, at der stiftes mange IVSere, men tallene viser også, at mange af disse slet ikke anvendes efter hensigten, da mange af selskaberne reelt set ikke har nogen drift.

I IVSets relativt korte levetid, oplevede man også, at der opstod anseelige skatterestancer. Kombinationen af ikke reel drift, samt statens tilgodehavender i selskaber, medførte, at IVSet blev afskaffet i april 2019. På baggrund af afskaffelsen, valgte man i samme ombæring at sænke kapitalkravet for ApSet fra 50.000 til 40.000 kr.

Hvorvidt dette er løsningen på de problemer man har oplevet, er blandt andet et af de spørgsmål denne afhandling vil forsøge at besvare.

¹ Fremsættelsestale til lovforslag L152 samling 2012-2013

² Iværksætterundersøgelsen 2017, Dansk Iværksætter Forening

Kapitel 1

Problemformulering

Vores afhandling bliver løst ved at besvare en overordnet problemformulering. For hvert kapitel, vil der være en underproblemformulering, som skal tjene til at bevare den røde tråd i vores samlede afhandling, samt klarlægge formålet med analysen i hvert enkelt kapitel.

Overordnet problemformulering

Hvorvidt var indførslen af IVSet en forbedring af rammevilkårene for iværksættere, givet de omstændigheder reglerne blev indført under? Hvad vil effekten blive af, at lovgiver valgte at afskaffe IVSet?

Den juridiske problemformulering

Hvorvidt tilførte indførelsen af IVSet som selskab rent selskabs- og skatteretligt et fordelagtigt alternativ til de eksisterende selskabs- og virksomhedsformer?

Den økonomiske problemformulering

Hvordan stiller valget af IVS stifter i forhold til fremskaffelse af kapital, og hvad har valget af konsekvens for prisen på kapital?

Den integrerede problemformulering

Hvilken rolle spiller iværksætteriet for økonomien, og hvilken effekt havde IVSet på denne?

Hvordan kunne man udforme en retstilstand, der tager højde for IVSets udfordringer, mens man stadig har bevæggrundene for IVSet for øje?

Synsvinkel

Vores juridiske og økonomiske analyse er på selskabsniveau, hvor vi analyserer det enkelte selskab.

Vi vil undervejs sætte vores fund i et større perspektiv, men holder os primært virksomhedsniveauet og reguleringen af dette. Vores integrerede afsnit, fokuserer på et samfundsmæssigt perspektiv, for at analysere den daværende retstilstand i et mere overordnet billede.

Afgrænsning

Jura

Vi vil ikke beskæftige os med hobbyvirksomhed. Det er en direkte betingelse for vores afhandling, at der er tale om en erhvervsdrivende virksomhed.

Partnerselskabet (P/S) vil vi ikke inddrage i vores afhandling, da denne selskabsform groft sagt er et K/S, hvorfor vi har valgt at prioritere anderledes.

Da der er et stort spring fra ApS til A/Set vil vores fokus ikke være på selskabsformen A/S. Det vil kun ganske perifert blive inddraget i vores analyse, men IVSet blev ikke indført, som et direkte alternativ til A/Set.

Vi vil ikke behandle F.M.B.A og A.M.B.A, der er en type af selskaber, som ikke er et alternativ til IVSet.

Vi vil ikke beskæftige os med PMVer, som er betegnelsen for de enkeltmandsvirksomheder der har en årlig omsætning på mindre end 50.000 kr. De er kort benævnt i vores redegørelse af enkelmandsvirksomheder, men da vores rapport beskæftiger sig med aktive virksomheder og selskaber, så vil vores antagelser basere sig på en omsætning der overstiger 50.000 kr.

Økonomi

Vi vil ikke anvende CAPM-modellen, da denne fokuserer på den systematiske risiko, mens fokus i denne opgave er den usystematiske risiko.

Vi benytter ikke Cobb-Douglas produktionsfunktionen, da vi ønsker at analysere teknologiens påvirkning på et overordnet plan, og det derfor ikke er nødvendigt med en fuld Cobb-Douglas tilgang.

Vi vil ikke gå i dybden med teorien om fuldkommen konkurrence, da dette er den ideelle situation, men sjældent forekommer i virkeligheden, og såfremt den forelå, ville der i teorien ikke være plads til IVSet på markedet.

Vi benytter os til dels af elementer fra principal-agent teorien, men vi går ikke i dybden med, hvordan man i et principal/agent-forhold optimerer sine kontrakter.³ Dette gør vi blandt andet ikke fordi det ikke spiller den store rolle ift. valg af selskabsform, men også grundet, at vi er begrænset af opgavens omfang, hvorfor vi har prioriteret anderledes.

Metodeafsnit

Da vores afhandling behandler både en juridisk og en økonomisk problemstilling, er metodeafsnittet derfor opdelt i flere afsnit og underafsnit, af hensyn til overblik samt forståelse.

Da vores afhandling i et omfang kommer til at beskæftige sig med EU-retten, vil dette blive opdelt i et underafsnit. Da EU-rettens juridiske metode er lidt anderledes end den danske, vil vi derfor holde disse metoder adskilte for at undgå en sammenflydende metodik, som i sidste ende vil forstyrre helhedsbilledet.

³ Økonomisk metodologi, bind 2, s. 164.

Redegørelsen af den økonomiske metode vil være opdelt således at de forskellige teorier/metoder vil have hver sit redegørende underafsnit, hvor vi vil fremhæve hvorfor netop de valgte teorier er anvendt. Selve analysedelen i det økonomiske kapitel kan godt forekomme mere sammenflydende, hvorfor vi søger på at holde den metodiske fremstilling så stringent og adskilt som muligt.

Den integrerede metode indeholder både elementer fra det juridiske hus og økonomien. Da den juridiske metode ikke ændrer sig, så vil der ikke blive redegjort for den del igen i det integrerede metodeafsnit. Vi vil dog inddrage aspekter fra retspolitikken i det omfang det er nødvendigt, hvorfor der vil blive redegjort for dette i det integrerede metodeafsnit.

Juridisk metode.

Til løsning af de juridiske problemstillinger der rejser sig i vores afhandling, vil vi anvende den retsdogmatiske metode (den juridiske metode).⁴ Den retsdogmatiske metode er et udtryk for at anvende de juridiske retskilder til at fortolke en konkret juridisk problemstilling.

Ved at anvende den juridiske metode, så finder man frem til den korrekte gældende ret, *de lege lata*, og til hjælp til dette findes retskilderne, som er alle de redskaber der kan bidrage til formålet.⁵

Den klassiske danske retskildelære har afsæt i Alf Ross' teorier fra sin bog "Om ret og retfærdighed", hvor han oplyster retskildelæren med fire kategorier:

Lovgivning -> Præjudikater -> Retssædvaner -> Forholdets natur⁶

For kategorien lovgivning, gælder der både national og international ret. Denne kategori er hierarkisk opdelt, og sikrer, at ingen national lov går forud for Grundloven. Under Grundloven er den almindelige lovgivning og under loven er bekendtgørelser.⁷

Fortolkningsprincipper fylder en ikke uanseelig del af dansk ret, når det kommer til forståelse af den gældende retsregel. Hvis en lov, eller anden form for forskrift er uklar i sin forståelse, så har domstolene mulighed for at anvende forskellige fortolkningsprincipper. Disse fortolkningsprincipper angiver retningslinjerne for, hvordan man udleder regler og principper af retskilderne.⁸

Ordlydsfortolkningen er den mest oplagte, og formentlig også den overvejende mest anvendte fortolkning, da man med denne fortolkning alene kigger på indholdet af den skrevne retsregel.⁹ Denne tilgang til fortolkning af lov må være det nærmeste vi kommer på en retspositivistisk tilgang, og da vi i Danmark ikke er et udelukkende retspositivistisk retssamfund, så har vi behov for flere fortolkningsinstrumenter.

I vores afhandling vil vi bl.a. også anvende modsætningslutninger, som er et udtryk for de tilfælde, hvor noget ikke er nedfældet i en lov, og det modsatte derfor må gøre sig gældende.¹⁰ Dette gør vi bl.a. i

⁴ Begge begreber anvendes i teorien, se bl.a. *Retskilder & Retsteorier*, s. 56, og gennemgående i *Om ret og retfærdighed*

⁵⁵ *Retskilder & Retsteorier* s. 70

⁶ *Om ret og retfærdighed*, s. 119

⁷ *Retskilder & Retsteorier*, s. 64, for figurativ illustration, og samspillet med EU-retten på side 65.

⁸ *Retskilder & Retsteorier*, s. 60

⁹ *Retskilder & Retsteorier*, s. 233

¹⁰ *Retskilder & Retsteorier*, s. 245

sondringen mellem personselskaber og kapitalselskaber, hvor vi konkluderer modsætningsvist på selskabslovens bestemmelser, for at fastlægge hvornår der er tale om et personselskabs selvstændige retsevne. Ydermere kan der opføres følgende fortolkningsbidrag, som vi dog ikke finder nødvendige til løsning af denne opgave, hvorfor de ikke vil blive behandlet yderligere, end at de blot bliver nævnt hér: Præciserende fortolkning, indskrænkende fortolkning, analog fortolkning, udvidende fortolkning og subjektiv fortolkning.¹¹

Præjudikater, i daglig tale også kendt som retspraksis, er et af de vigtigste grundelementer i det danske retssamfund. Præjudikater er tidligere domme og afgørelser, som har så meget tyngde bag sig, så man ved senere og lignende problemstillinger, kan skele til disse afgørelser for at finde samme – eller lignende – konklusion. Anvendte præjudikater er typisk domme, som har nået højeste instans i det danske domstolshierarki, eller ved sidste instans indenfor de klagemuligheder der er ved nævnsafgørelser.¹²

I Danmark gælder to-instanssystemet, hvilket betyder at man altid har mulighed for at få efterprøvet sin afgørelse ved en højere instans, hvis man ikke mener at dommen var korrekt ved første instans.

Som udgangspunkt, så skal alle domstolssager starte ved byretten, med efterprøvelse for landsretten, men for sager af særlig principiel karakter, eksisterer muligheden for at starte allerede ved landsretten, for at have mulighed for efterprøvelse ved højesteret.

Jo højere instans som sagen er prøvet ved, jo højere præjudikatsværdi har sagen også.¹³

Ved vurderingen af præjudikatsværdien har antallet af dommere, og dissensen (uenigheden) i sagen også betydning. En højesteretsdom med stor dissens kan derfor godt have mindre præjudikatsværdi end en landsretsafgørelse, med et lavere dommerdeltagerantal, da dissens er et udtryk for uenighed om hvordan sagen skulle have været afgjort.

Under præjudikater findes der også nævnsafgørelser, men disse vil ikke blive anvendt i denne afhandling, hvorfor de ikke gennemgås yderligere.

EU-rettens metode

Til diskussionen af filialdannelse vil der være særlig fokus på det EU-retlige aspekt, da det er fællesskabsbestemmelserne, som hjemler den fri etableringsret. På baggrund af dette, er det derfor nødvendigt at diskutere forrangs- og suverænitetsspørgsmålet, da forrangsprincippet fastslår hvilket retssystem der går forud, hvis der opstår konflikt eller fortolkningsproblemer imellem retssystemerne, og suverænitetsspørgsmålet tager stilling til hvor meget magt Danmark har overladt til EU.¹⁴

Hjemlen til at tillade eksterne retssystemers indflydelse på dansk ret findes i Grundlovens §20.

¹¹ *Retskilder & Retsteorier*, s. 241-257

¹² Det skal dog bemærkes hertil, at de når klagemuligheden er udtømt ved de fleste nævn, så har man stadig mulighed for domstolsprøvelse, som så vil være endegyldig, når man har prøvet sagen ved to instanser.

¹³ *Retskilder & Retsteorier*, S. 177

¹⁴ *EU-retten i Danmark* s. 373

I sag 6/64¹⁵ "Costa mod ENEL", beskriver (EU)Domstolen i præmis 7 EU som en ny retsorden, hvor medlemslandene ved deltagelse har begrænset sin suverænitet. Der er således ikke tale om en total suverænitetssafgivelse, men som minimum må der være tale om, at den forpligtelse det er at være medlem af EU, medfører en national underkastelse og anerkendelse af EU-retten.¹⁶

Dette udgangspunkt fremgår også direkte af erklæring nummer 17 i Lissabontraktaten: *"Konferencen erindr om, at traktaterne og den ret, der vedtages af Unionen på grundlag af traktaterne, i overensstemmelse med Domstolen for Den Europæiske Unions faste retspraksis har forrang frem for medlemsstaternes ret på de betingelser, der er fastlagt i nævnte retspraksis."*

Det kan derfor direkte ud af traktaten udledes, at EU-retten har konsumeret en del af medlemsstaternes suverænitet.

Skønt det i stigende omfang anerkendes, at EU-retten har forrang, så må det også skyldes forventningen om, at EU-retten som udgangspunkt søger mod at undgå situationer, som kan stride mod de nationale grundlove.¹⁷

Fra dansk hånd er der dog ikke enighed i EU-rettens forrang, når vi når forfatnings/konstitutionsniveau. Her er det klare udgangspunkt, at en regel fra EU aldrig vil kunne være grundlovsstridig.

Den danske Grundlov er Lex Superior, hvorfor ingen regel vil være gyldig, hvis den strider mod Grundloven. Lex reglerne er med til løsning og fortolkning af de nationale regelkonflikter, der kan opstå, og er omtalt i afsnittet om den retsdogmatiske metode.¹⁸

Forrangsspørgsmålet er ligeledes blevet behandlet ved de danske domstole, eksempelvis ved sag U1998.800H¹⁹, hvor Højesteret ved den lejlighed fastslog, at tiltrædelse af Maastricht-traktaten ikke havde medført afgivelse af så meget suverænitet, at det medførte en overtrædelse af netop ovennævnte GRL §20. Der tales i dommens afgørelse direkte om at *"anvendelse af den kvalificerede procedure efter grundlovens §20 er nødvendig"* for at alle instanser af grundlovens §3 kan udøve de instrukser og beføjelser, indgåelse af traktater indforstået, som er nødvendig for at de kan opretholde deres virke.

¹⁵COSTA ENEL, SAG 6/64 Anmodning om præjudiciel afgørelse:

Sagens parter: italiensk advokat Flaminio Costa mod ENEL

Sagens faktum: Flaminio modsatte sig betaling af en elregning som var udstedt af elseskabet ENEL. Modsætningen kom på baggrund af italiensk nationalisering af EI-industrien. Flaminio mente, nationaliseringen stred mod visse fællesskabsbestemmelser, hvilket skulle medføre ugyldiggørelse af de italienske regler. På den anden side mente ENEL at de italienske regler havde forrang for EU-retten, da deres bestemmelser var nyere end de EU-gældende regler.

Domstolens afgørelse: EU-domstolen udtaler bl.a. at EU er "En selvstændig retsorden" (præmis 7) som "Må gå forud for en hvilken som helst national bestemmelse." Dermed afskar Domstolen også muligheden for at lex posterior medførte omgåelse af suverænitetssafgivelsen, da forrang blev slået fast.

¹⁶ Præmis 8 og 9 i dommen understreger også dette, da disse fremhæver, at hele grundlaget for EU's eksistens ville undermineres, hvis man som medlemsnation havde mulighed for at omgå EU-retten, via national lovgivning.

¹⁷ EU-retten i Danmark, s. 373 ff. + EU Ret, s. 181 ff

¹⁸ For gennemgang af lex-reglerne, *Retskilder & Retsteorier*, s. 247 ff.

¹⁹ U.1998.800H - Dansk højesterets dom om forrangsspørgsmålet, og GRL §20.

Sagens parter var indstævnte, daværende, statsminister Poul Nyrup, og sagsøger i plenum en række borgere. Sagen kom fra Østre Landsret til Højesteret, og omhandlede spørgsmålet om vores suverænitet overfor EU-retten. Højesteret kom frem til den konklusion, at Grundlovens §20, som hjemlede retten til EU-samarbejdet, ikke godtgjorde at 'en international organisation' kunne udstede retsakter eller træffe afgørelser i strid med Grundloven.

Der blev således af højesteret konkluderet, at man med tiltrædelse af Maastricht-traktaten ikke havde afgivet så meget suverænitet, at denne afgivelse havde medført overtrædelse af GRL §20.

I forlængelse af denne dom, og i forbindelse med tiltrædelsen af Lissabon-traktaten blev suverænitetets/forrangsspørgsmålet igen diskuteret i U2013.1451H.²⁰ Her fandt Højesteret, at tiltrædelse af Lissabon-traktaten slet ikke medførte/krævede afgivelse af suverænitet. Så det kan fra domstolens side synes uddebatteret, hvorvidt vores deltagelse i EU medfører Grundlovsstridig afgivelse af suverænitet, selvom man anerkender, EU-rettens forrang.

Økonomisk metodeafsnit

Denne afhandlings økonomiske afsnit, samt dele af det integrerede afsnit, er udarbejdet ud fra en deduktiv tilgang.

Vi anvender generelle økonomiske teorier til at analysere på hvordan man som stifter stiller sig selv, når det kommer til fremskaffelse af kapital til anvendelse i selskabet.

Vi har valgt ikke at benytte os af en induktiv metode, da vores formål ikke er at opstille hypoteser, men derimod at sætte det konkrete eksempel ind i en større økonomisk kontekst.

Corporate finance

I denne afhandling anvender vi primært corporate finance-teorierne, som et redskab til at redegøre for hvordan markedet prisfastsætter kapital, da vores økonomiske afsnit primært fokuserer på anskaffelsen af kapital, som nystartet virksomhed.

Corporate finance er populært den del af finansieringsteorien, der henvender sig til finansieringen af, samt kapitalstrukturen hos virksomheder, og hvordan man som virksomhed skal vurdere sine enkelte investeringer, hvilket ikke nødvendigvis kun henvender sig til finansielle investeringer, men også i bygninger, maskiner og lignende.²¹

Teorierne vi anvender fra corporate finance omhandler dog primært hvordan det forventede afkast beregnes, hvordan kapital prisfastsættes, og hvordan man kan anvende standardafvigelsen, som mål for risikoen.

I corporate finance-afsnittet fokuseres der primært på numeriske værdier, hvor højere afkast, lavere risiko med mere, bestemmer hvad der i situationen, er mest optimalt.

Problemet ved disse teorier er, at de som det meste andet økonomi, er forsimplede billeder af hvordan virkeligheden ser ud. Derfor er det farligt at konkludere noget endeligt på baggrund af teorierne alene. Derfor forsøger vi at supplere de fundne pointer med en rent tekstuel fremstilling af, hvorfor resultaterne der opstår på baggrund af teorierne, alligevel kan fortælle os noget om virkeligheden. Hertil benytter vi os især af teorier inden for adfærdsøkonomien, der skal hjælpe med at underbygge pointerne, men som også bruges til at perspektivere det vi finder frem til i corporate finance-teorierne.

Af dette følger også, at tallene der anvendes i denne opgave, i overvejende grad er baseret på antagelser, og derfor ikke som udgangspunkt reflekterer virkeligheden helt nøjagtigt. Vi har arbejdet med forskellige værdier undervejs, hvilket i nogen grad har ført til de samme resultater. Selvfølgelig vil der være gange, hvor udfaldet af spillet ændres, men primært viser de det samme, så det er vores overbevisning, at helhedsbilledet er retvisende.

²⁰ EU-retten I Danmark, s. 389

²¹ Fundamentals of Corporate Finance, s. 4

Usikkerheden ved tallene reflekterer dog også usikkerheden, der eksisterer i virkeligheden. Som redegjort for under det adfærdsøkonomiske afsnit, er antagelserne om, at spillerne kender alle afkast en ren teoretisk tilgang.

Adfærdsøkonomien

I det økonomiske afsnit benytter vi os af adfærdsteorien (behavioral economics) til at forsøge at forklare tankegangen bag, hvorfor interessenterne i vores økonomiske afsnit agerer som de gør.

Adfærdsøkonomien er i høj grad kendetegnet ved, at man ikke længere anser virksomhedens (stifters) adfærd som værende eksogent givet, men i højere grad også kigger på virksomheden internt. Dette medfører også et brud med den fuldkomne rationalitet, som man kender fra de neoklassiske teorier, hvor rationaliteten medfører, at ligevægten for spilleren findes, der hvor det højeste afkast er. I stedet vurderes alternativerne også ud fra personlige præferencer, der ikke nødvendigvis medfører det højeste afkast.²²

Det er til dels et brud med ligevægtstilgangen, der kendes fra den neoklassiske teori.

Prospektteorien

Inden for adfærdsøkonomien, anvender vi prospektteorien til at redegøre for parternes tilgang til risiko, og hvordan dette har indflydelse på deres adfærd. Prospektteorien sætter ikke lighedstegn mellem maksimering og det optimale valg, men fokuserer i højere grad på den mest optimale beslutning for spilleren, givet dennes tilgang til risiko, og dennes udgangspunkt.²³ Dette er i høj grad et individbaseret fokus, og teorien kan ikke anvendes til at give et svar på, hvilket valg, der generelt er mest fordelagtigt.

Teorien anvendes til at forklare hvordan kapitalstiller ikke nødvendigvis vælger højeste afkast, men i stedet vil inddrage de mulige afkast i en risikobaseret vurdering.

Spilteorien

Vi anvender spilteorien til at forsøge at forklare spillernes mest rationelle valg, givet de strategier de har til rådighed. Ved at anvende spilteorien, fokuseres der ikke udelukkende på hvor spillerne kan opnå det højeste afkast, men spillerne tager derimod modpartens ageren med i sine strategiske overvejelser, og optimerer på baggrund af dette.

Vi anvender en sekventiel tilgang, hvor selskabsstifter vælger først, hvorefter modparten agerer på baggrund af stifters træk.

Både stifter og dennes modpart kender alle payoffs i spillet. Derfor foreligger der komplet og perfekt viden.²⁴ Dette er et af de største kritikpunkter ved anvendelsen af teorien. I virkeligheden vil parterne sjældent kunne overskue både egne, og modpartens, payoffs ved de forskellige kombinationer af strategier.

²² Økonomisk metodologi Bind 2., s. 126

²³ Choices, Values and Frames, s. 44

²⁴ Økonomisk metodologi Bind 2, s. 89

Men falder denne antagelse, vil teorien ikke kunne anvendes, da spillerne foretager sine træk på baggrund af de payoffs de modtager, ud fra hvordan de forventer modparten agerer.

I afhandlingens spil antages det, at spillerne er sekventielt rationelle. Dette implicerer, at spillerne agerer fuldt rationelt, og optimerer deres strategi på baggrund af modspillerens træk.²⁵ I forlængelse heraf, anvendes der i denne afhandling "*perfect bayesian nash equilibrium*", en ligevægt hvor spillerne opdaterer sin overbevisning om modspillerens type på baggrund af de træk, denne foretager sig.

Såfremt parterne ikke opdaterede sin overbevisning på baggrund af modpartens træk, ville valget af selskabsform reelt ikke have nogen indflydelse.

Vi har været nødt til at gøre os nogle antagelser, når det kommer til fastsættelsen af værdierne i vores spil, samt de ydre rammer for spillet.

Vi har så vidt muligt forsøgt at opstille antagelser på baggrund af offentligt tilgængelige informationer, og såfremt dette ikke har været tilgængeligt, har vi forsøgt at forklare rationalet bag vores antagelser. Problemet med disse antagelser er, at de ikke viser alt det, der ligger imellem vores yderpunkter. Vi antager f.eks., at alle stiftere er bevidste om deres type, og vi ignorerer de unikke egenskaber, der er ved hver enkelt stifter, og anvender en repræsentativ agent i stedet.²⁶

Dette vil ikke være tilfældet i virkeligheden, og alle typer stiftere kan enten risikere at gå konkurs eller opnå succes, og de ved ikke selv på forhånd, hvorvidt det bliver en succes.

Derfor skal spillene også ses som en simplificeret udgave, og ikke en 1:1-repræsentation af virkeligheden, men kan dog bidrage til en dybere forståelse af problemstillingen.

Inden for spilteorien kigger vi især på signalerings- og screeningsspil.

Grundet Bayesian-ligevægtsbetingelsen om, at spillerne opdaterer deres overbevisning på baggrund af den anden spillers ageren, er signalering og screening to værktøjer, der kan anvendes af henholdsvis den informerede og den uinformerede part. Stifter ved, at modparten opdaterer sin overbevisning på baggrund af det træk, som stifter foretager sig. Ved at foretage et bestemt træk, givet spillets værdier, kan stifter dermed afsløre sin type over for modparten.

Omvendt kan modparten ved at stille bestemte betingelser til stifter, tvinge stifter til at afsløre sin type. Dette er screeningdelen.

Dette er to muligheder spillerne har for at "løse" problemstillingen, der følger af asymmetrisk information,²⁷ adverse selection og moral hazard.

Asymmetrisk information anvendes til at beskrive en markedstransaktion, hvor den ene part ved noget om sig selv, som den modsatte part ikke ved.²⁸ Af asymmetrisk information følger adverse selection og til dels moral hazard, der er den ene parts uvidenhed om den anden parts (potentielt dårlige) intentioner.

²⁵ *Game Theory and the Law*, s. 315.

²⁶ *Økonomisk metodologi* Bind 1, s. 278

²⁷ *Game Theory and the Law*, s. 123

²⁸ *Markets with asymmetric information: The Contributions of George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz*

Den integrerede metode

Dette kapitel vil behandle de fundne konklusioner fra kapitel 2 og 3, og med afsæt i disse analysere de samfundsøkonomiske konsekvenser.

Schumpeter

Vi anvender Schumpeters teori om kreativ destruktion til at beskrive, hvordan iværksætteri i form af innovation²⁹ kan skabe vækst og kan være drivkraft for økonomisk udvikling. Teorien betragter i høj grad udviklingen på markedet, som et resultat af endogene ændringer, modsat den neoklassiske teori, hvor de eneste ændringer på markedet, sker grundet ændringer i de eksogene forhold, og aktøren derfor i høj grad reagerer, fremfor at agere.³⁰

Teorien om kreativ destruktion blev udarbejdet tilbage i 1934, og ved anvendelse af teorien, er dette nødvendigt at tage med i overvejelserne, da markedsstrukturer har ændret sig i mellemtiden.

Den kan dog stadigvæk anvendes, da entreprenørens rolle til dels er at komme frem med nye produkter, hvilket unægteligt kan føre til nye markeder. Dog er det ikke kun entreprenøren i Schumpeters forstand, der bidrager med denne innovation, og det kan også ske i eksisterende virksomheder, eller ved, at udenlandske virksomheder tiltræder på et andet marked.³¹

Neoklassisk teori

Udbud/Efterspørgsel-ligevægt

Vi anvender teorien om ligevægt mellem udbud og efterspørgsel til at beskrive udbud som variabel for prisen på varer/tjenesteydelser.

Dette gør vi for at vise hvordan nye virksomheder spiller en rolle på markedet, uden at de nødvendigvis bidrager med innovation. Når vi anvender modellen, er alle parametre allerede givet undtagen udbuddet, hvilket implicerer, at det i dette tilfælde kun er en ændring i udbuddet, der kan påvirke prisen.

Den vigtigste antagelse for denne model er, at der foreligger ubegrænset rationalitet.³²

En anden vigtig antagelse er, at der er tale om et marked med konkurrence, og det derfor er muligt for nye spillere at indtræde på markedet.

Solow

Som sidste tilgang til iværksætteri og innovation, har vi anvendt Solows vækstmodel. Vi vil ikke gå særlig meget i dybden med modellen, og en del af bagved forklaringer vil vi udelade, da det kun er teknologi som element i modellen, vi ønsker at redegøre for.

Modellen operer inden for den neoklassiske teori, og giver et indblik i hvordan teknologisk udvikling bidrager til vækst, men tager en anden tilgang, end Schumpeters teori.

Ved Solows teori er der ikke betingelser for hvad der nødvendigvis driver den teknologisk udvikling. Den har derfor et bredere anvendelsesområde, end Schumpeters, der kun fokuserer på den hardcore entreprenør, som ikke "må" være en del af det eksisterende marked.

²⁹ Økonomisk Metodologi, bind 2, s. 288

³⁰ Økonomisk Metodologi, bind 2, s. 288

³¹ Entrepreneurship and Dynamic Capitalism, s. 54

³² Økonomisk Metodologi, bind 2, s. 54

For at Solows model finder anvendelse, må innovationen, som iværksætteren bringer frem, nødvendigvis være en teknologi, der på en eller måde effektiviserer brugen af kapital, og ikke være en, som "stjæler" kapitalen fra eksisterende virksomheder, og derfor ikke øger effektiviteten af den nuværende udnyttelse af kapital.

Retspolitik

Til forskel fra kapitel 2's retsdogmatiske behandling, vil vi i kapitel 4 supplere dette med retspolitikken. Retspolitiske betragtninger adskiller sig fra den juridiske retsdogmatiske metode, idet retspolitikken er et instrument som juristen bruger til at påvirke folks ageren.³³ I vores afhandling vil de retspolitiske overvejelser vi gør os være "*de lege ferenda*"-betragtninger, som er et begreb der retter en udtalelse imod lovgiver, og beskriver hvordan gældende ret bør være.³⁴

Retspolitiske overvejelser kan synes som et mere filosofisk element i forhold til den retsdogmatiske analyse fra kapitel 2, men kommer til sin ret på især cand.merc.jur uddannelsen, hvor der netop undervises og uddannes i en forståelse mellem regler og adfærd.³⁵ Christina Tvarnø og Ruth Nielsen beskriver det således: "*Ved at kombinere jura med økonomiske analyser kan man danne et bedre fundament, som lovgivningen kan formes efter*".³⁶

Denne betragtning går igen i Statsministeriets cirkulære om udarbejdelse af lovforslag, hvor der i §6 står, at lovforslag skal indeholde en erhvervsøkonomisk betragtning.

Da lovgiver d. 9. april valgte at afskaffe IVSet som selskabsform, har vi fundet det nærliggende at komme med disse betragtninger, for at kunne konkludere på om afskaffelsen har været den rigtige løsning - og hvis det ikke var, hvad er vores bud så på en mere optimal løsning.

De lege ferenda-betragtningen kan ske på baggrund af sociologiske eller økonomiske studier, og vil i denne afhandling være baseret på de adfærdsøkonomiske betragtninger, som står benævnt i det økonomiske metodeafsnit, og behandles nedenfor i kapitel 3. Vores retspolitiske overvejelser vil derfor skabe en konklusion på baggrund af en kombination af vores juridiske samt økonomiske kapital.³⁷

Empiri

Vores primære kilde til tal anvendt i denne opgave, er 'Analyse af iværksætterselskaber', Erhvervsstyrelsens rapport om IVSerne. Tallene formodes at være korrekt, og vi tager derfor disse for gode varer.

Med hensyn til konklusioner som styrelsen gør sig i rapporten, vil vi nogle gange inddrage disse i rapporten, men vil ikke anvende dem som fakta, men som et bidrag.

³³ Om ret og retfærdighed, s. 418

³⁴ Juridisk metodelære, s. 237 ff.

³⁵ Retskilder & Retsteorier, s. 497

³⁶ Retskilder & Retsteorier, s. 501

³⁷ Om sammenhængen mellem regler og adfærd, Retskilder & Retsteorier s. 497.

Begrebshygiejne

Der vil i den juridiske gennemgang blive anvendt en række begreber, som ved første øjekast kan virke sammenfaldende.

Her tænkes særligt på anvendelsen af begreberne selskab og virksomhed. Når vi i vores afhandling bruger ordet virksomhed, så menes der blot udøvelse af økonomisk aktivitet. Selskab er derimod et udtryk for en enhed, som har mulighed for eksempelvis at købe og sælge *virksomheder* af andre, altså indgå retshandler i eget navn og evnen til at have flere aktiviteter, herunder drive flere forskellige virksomheder.³⁸

Gennemgående i vores rapport, vil vi anvende begrebet *stifter-/virksomhedsstifter-/selskabsstifter*. Af hensyn til plads og for at undgå gentagende klamamser i vores afhandling, skal vi gøre opmærksom på, at der med anvendelse af disse begreber i ental, underforstået godt kan være tale om flere fysiske personer der er gået sammen om at stifte et selskab.

I de tilfælde, hvor det bliver relevant at fremhæve betydningen af antal deltagere vil det fremgå direkte af teksten, for at undgå tvivlstilfælde.

Som en fællesbetegnelse for långivere/investorer og til dels virksomheder der stiller kredit, anvender vi betegnelsen *kapitalstiller*.

Struktur

Denne afhandling bliver strukturelt opdelt i 5 kapitler. Det første kapitel indeholder vores metodeafsnit og problemformulering, så læser er godt klædt på til de kommende kapitler der indeholder den egentlige analyse.

Da vores afhandling overordnet set omhandler en juridisk problemstilling, så vil vi i kapitel 2 starte med at redegøre for de juridiske rammer og udfordringer, der var ved IVSet.

Det tredje kapitel vil indeholde vores rene økonomiske kapitel, som søger at besvare nogle af de mekanismer og instinkter der er med til at forklare motiverne bag både de gode og de dårlige selskabsstiftere, og samtidig med dette, så vil vi søge at redegøre for kapitalstillerne, der sidder på den anden side af bordet, og agerer på baggrund af valg, som stifteren.

Fjerde kapitel indeholder den integrerede del, hvor vi ved at kombinere juridisk metode og økonomiske teorier vil forsøge at perspektivere til et samfundsmæssigt plan.

Femte kapitel er konklusionen, hvor vi vil fremhæve alle vores fundne konklusioner, som i sidste ende skal besvare vores opstillede problemformulering.

Forholdet mellem jura og økonomi søges i denne afhandling fordelt så ligeligt som muligt. Der er i de to første kapitler anvendt jura gennem retsdogmatikken til at beskrive de gældende retsregler, en såkaldt *de lege lata*-betragtning. Til at forklare gældende ret, anvender vi en række økonomiske betragtninger, og for at holde en rød tråd imellem teorierne, holder vi juraen og økonomien adskilt i hvert sit respektive kapitel.

³⁸ Vores anvendelse af begreberne er i overensstemmelse med den juridiske definition af ordenes betydning, *Introduktion til dansk selskabsret II*, s. 26

Denne opbygning følger den generelle struktur for en cand.merc.jurs kandidatafhandling; med afsæt i en juridisk problemstilling.³⁹ De økonomiske instrumenter, som anvendes i afhandlingen, bliver anvendt for at analysere på om den gældende regulering havde den tiltænkte effekt. På baggrund af vores konklusioner, vil vi komme med vores bud på den mest optimale retstilstand, *de lege ferenda*.

Afhandlingen vil således starte med en retsdogmatisk analyse, understøttet af et økonomisk kapitel, for at vi afslutningsvist vil forsøge at komme med en konklusion, og en perspektiverende retspolitisk vurdering.

³⁹ *Retskilder & Retsteorier*, s. 502-503

Kapitel 2 – Jura

Juridisk indledning/introduktion

Selskabsformen IVS, som trådte i kraft d. 1. januar 2014, har nu i en periode på lidt over 4 år eksisteret, og blev ikke overraskende ophævet ved lov nr. 445 af d. 13. april.

Rapporten, som Erhvervsstyrelsen kom med i september måned 2018, viser ikke et entydigt billede af at selskabsformen var en dårlig løsning, men viser heller ikke entydigt et billede af, at alt var fryd og gammen, da der sammenlignet med andre selskabsformer var en lav overlevelsrate blandt IVSerne, samtidig med at der på de 4 år også nåede at opbygge sig en gæld til staten på rundt 710 millioner kroner i skatterestancer.⁴⁰

Kapitalkravet, og den personlige hæftelse, er særligt et af de yndede diskussionsemner både i medierne, men også fra politisk og akademisk hånd, og netop kapitalkravet og personlig hæftelse vil være nogle af de emner, som vil være gennemgående for hele rapporten, hvorfor vi med det juridiske afsnit vil have særlig fokus på at redegøre for de regler der gør sig gældende på de områder.

For at kunne analysere de juridiske udfordringer, vil vi med dette kapitel først redegøre for de selskabsretlige forskelle mellem kapitalselskaber og personselskaberne, herunder især med henblik på IVSet som selskabsform, og de problemstillinger og fordele som denne selskabsform medfører.

Derudover vil vi belyse de regnskabs- og skattemæssige muligheder man som selskabsstifter har, ved de forskellige selskabsformer, så vi senere i afhandlingen kan komme med vores vurdering af, hvad der rent juridisk er mest hensigtsmæssigt for både stifter og samfund, og om der fra lovgivers side kan findes et bedre alternativ end afskaffelsen af selskabsformen.

Baggrund for IVSet

Iværksætterselskabet blev indført i 2014, efter erhvervsstyrelsen havde foretaget en revurdering af den på det tidspunkt gældende Selskabslov, der blev indført i 2009.

Selskabsloven af 2009 indeholdt en revisionsklausul i lovens § 374, hvorved selskabsloven skulle revurderes efter, at den havde været implementeret i nogle år.

Revurderingen blev igangsat i 2012, og iværksætterselskabet er til dels et resultat af denne revurdering.⁴¹

Revurderingen havde til formål at tjekke, hvorvidt lovens bestemmelser var hensigtsmæssige, eller det var nødvendigt at ændre dele af lovgivningen-/tilføje nye elementer.

Iværksætterselskabet blev indført ved gennemførslen af ændringslov nr. 616 af 12/06/2013, der tilføjede det nu slettede kapitel 20a i Selskabsloven (SEL).⁴²

Bestemmelserne i kapitel 20a trådte i kraft d. 1/1-2014, hvorved det derefter var muligt at stifte et IVS.⁴³

Det oprindelige lovforslag blev fremsat af daværende Erhvervsminister Annette Vilhelmsen fra Socialistisk Folkeparti d. 27/2-2013.

⁴⁰ *Analyse af iværksætterselskaber*, s. 48

⁴¹ Annette Vilhelmsens fremsættelsestale, lovforslag nr. 152

⁴² Ændringslov nr. 616 af 12/06/2013, punkt 193.

⁴³ Nu er det muligt at stifte et iværksætterselskab - <https://erhvervsstyrelsen.dk/nu-er-det-muligt-stifte-et-ivaerksaetterselskab>, besøgt d. 12/2

Af Annette Vilhelmsens tale ved 1. behandlingen af lovforslaget, kan det udledes, at der hovedsageligt har været to bevæggrunde for indførelsen af IVSet:⁴⁴

1. Et ønske om at udfase det daværende S.M.B.A og samtidig tilbyde et konkurrencedygtigt alternativ.
2. Et ønske om en dansk, konkurrencedygtig selskabsform, der kan konkurrere med tilsvarende udenlandske selskabsformer, herunder især det britiske Limited (Ltd) og det tyske unternehmer-gesellschaft (UG)

1. Et ønske om at udfase de daværende selskaber med begrænset ansvar (S.M.B.Aer).

Erfaringen viste, at en stor del af disse selskaber enten gik konkurs eller blev tvangsopløst. Ved at indføre IVSet skulle det gøres mere attraktivt at anvende et anpartsselskab til driften af selskabet. Anpartsselskaber bliver generelt betragtet som mere gennemsigtige end S.M.B.Aet, og der stilles krav til et kapitalberedskab jf. § 115, stk. 5, § 116, stk. 6 samt krav til ledelsens ansvar. Derved blev der tilbudt et potentielt lige så attraktivt alternativ til S.M.B.Aet, der samtidig var lettere at kontrollere.

S.M.B.Aer var en daværende selskabsform, omfattet af Lov om Visse Erhvervsdrivende Virksomheder (LEV). Selskabsformen var i høj grad ureguleret, og LEV har ikke mange materielle regler for selskabet. Der er i høj grad kun tale om regler vedrørende krav til registrering af selskabet.

Modsat aktie- og anpartsselskaber, var S.M.B.Aet ikke omfattet af Selskabsloven, selvom det havde flere lighedstegn med de to selskabsformer, herunder især den begrænsede hæftelse, hvorved det kun var det indskudte beløb, stifteren hæftede for.

Den væsentligste forskel mellem S.M.B.Aet og de nuværende kapitalselskaber er, at en selskabsdeltager i et S.M.B.A *ikke* kunne stemme og modtage udbytte i forhold til deres andel af kapitalen, jf. daværende LEV § 3.⁴⁵ Såfremt dette havde været tilfældet, ville der i stedet være tale om et kapitalselskab, og selskabet havde været omfattet af selskabslovens regler.

Der var ikke noget kapitalkrav til S.M.B.Aet og selskabet skulle ikke leve op til selskabslovens regler om ledelsens ansvar for, at selskabet havde et forsvarligt kapitalberedskab.

Det skal i øvrigt bemærkes, at der som minimum skal være 2 deltagere i selskabet.

Den manglende materielle regulering af selskaberne betød også, at der ikke var meget gennemsigtighed omkring selskaberne, og selskaberne var derfor oplagte til anvendelse ved snyd.⁴⁶ Gennemsigtigheden følger blandt andet af, at der i kapitalselskaber er mere åbenhed omkring selskabets ledelsesforhold, dets vedtægter, sammen med at årsregnskaber skal offentliggøres. Offentliggørelsen af regnskaber, er dog et af de elementer, der ikke reelt har haft den helt store effekt ved IVSerne, hvilket der også vil blive redegjort for nedenfor.

Antallet af S.M.B.Aer steg i perioden fra 2007 og frem til udfasningen,⁴⁷ og dette må delvist antages at være et resultat af, at selskabsformen tilbyder fordelene ved begrænset hæftelse, samt intet kapitalkrav, kombineret med, at den materielle regulering af selskabsformen var meget begrænset, især sammenlignet med ApSerne og A/Serne, der har langt mere omfattende materiel regulering, eftersom de omfattes af

⁴⁴ Lovforslag L 152, 1. behandling - <https://www.ft.dk/samling/20121/lovforslag/L152/BEH1-69/forhandling.htm>

⁴⁵ LBK nr. 559 af 19/05/2010 Historisk

⁴⁶ *Iværksætterselskaber – Nøglen til en konkurrencedygtig dansk selskabsret?*, Troels Michael Lilja

⁴⁷ *Iværksætterselskaber – Nøglen til en konkurrencedygtig dansk selskabsret?*, Troels Michael Lilja

selskabsloven. Den begrænsede materielle regulering kunne dog også være en ulempe for S.M.B.Aerne, da markedets parter derfor ville være mere betænkelige ved at indgå forretninger med selskaberne.

Det skal bemærkes, at de eksisterende S.M.B.Aer ikke blev tvunget til at omdanne sig, med afskaffelsen af selskabsformen, hvorfor disse kunne fortsætte under samme selskabsform, hvis de ønskede.

2. Et ønske om et dansk, konkurrencedygtigt alternativ (filialer).

IVSet blev også indført med ønsket om at undgå, at virksomheden i stedet stiftes i eksempelvis Tyskland (Unternehmergeellschaft UG) eller Storbritannien (Private Limited Company Ltd.). Disse har henholdsvis et kapitalkrav på én euro og ét pund. Ved at stifte selskabet i ét af de lande med lave kapitalkrav kombineret med den begrænsede hæftelse, og derefter drive selskabet igennem en filial i DK, kan selskabet omgå de danske kapitalkrav.

Dette er blandt andet gjort muligt grundet EU-dommen *Centros*, som vedhandlede et præjudicielt spørgsmål vedrørende den fri etableringsret, der hjemles i Traktaten for EU's Funktionsmådes (TEUF) art. 49.⁴⁸

Centros omhandler det danske ægtepar Tonny og Marianne Bryde, der opretter et britisk Private Limited Company (Ltd.), som de registrerer i England og Wales.

De søger herefter tilladelse til at åbne en filial i Danmark, hvorfra driften af selskabet skal foregå. Der har på tidspunktet for ansøgningen om tilladelse til at drive filial, ikke været nogen erhvervsmæssig aktivitet i selskabet i Storbritannien, da selskabet blev oprettet med henblik på det ene formål at åbne en filial i Danmark.

Erhvervsstyrelsen afviser denne anmodning med henvisning til, at selskabet kun er startet i England for at omgå de materielle regler i Danmark om kapitalkrav, der på daværende tidspunkt var 200.000 kr., og de begrundet afvisningen med, at reglerne er til for at sikre hensynet til de offentlige og private kreditorer. Ægteparret afviser ikke, at dette er formålet, men mener, at dette forhold ikke er tilstrækkeligt til at afvise etableringen.

EU-domstolen udtaler i dommens præmis 30 og 35, at såfremt et selskab er stiftet i overensstemmelse med lovgivningen i en medlemsstat, er en anden medlemsstat forpligtet til at registrere og anerkende dennes filial, uanset, at formålet er at undgå kravet om kapital, da en afvisning af registrering, er i strid med EF-traktatens art. 52 (TEUF art. 49) om retten til fri etablering, herunder også retten til fri sekundær etablering, og EF-traktatens art. 58 (TEUF art. 54) om ligestilling i medlemsstaterne af selskaber og statsborgere.⁴⁹

Dommen åbner, som nævnt, op for muligheden for, at et selskab kan etableres i ét land, mens driften reelt sker igennem en filial i et andet land, hvor stifteren også hører hjemme.

Såfremt selskabet drives efter samme model, som i *Centros*-dommen, vil det ud fra et skatteprovenu-synspunkt være begrænset, hvad stiftelsen i en anden EU-stat har af betydning, når driften af selskabet foregår i DK. Dette bunder i de, af Danmark indgåede dobbeltbeskatningsoverenskomster (DBOer), der foreligger med de fleste af EU-medlemslandene. Filialer er i øvrigt skattepligtige til Danmark, jf. selskabsskattelovens § 2, stk. 1, litra a, da filialer betragtes som faste driftssteder.⁵⁰

⁴⁸ Iværksætterselskaber – Nøglen til en konkurrencedygtig dansk selskabsret?, Troels Michael Lilja

⁴⁹ Sag C-212/97 *Centros Ltd mod Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*.

⁵⁰ *Filial af udenlandske selskaber*, af Jacob A. Drøhse, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, nr. 3, 2009, s. 64-76.

I DBOen indgået mellem Danmark og Tyskland fremgår det blandt andet af art. 7, stk. 1, at fortjeneste indvundet igennem et fast driftssted, skal det beskattes i det land, hvor det faste driftssted er beliggende.⁵¹

Det afgørende for hvem der har retten til at beskatte, afhænger således ikke af hvor ledelsen formelt har sit hovedsæde, men derimod hvor fortjenesten er indvundet. Der må være en kraftig formodning for, at aktiviteten i så fald ville være af en sådan karakter, at den bliver omfattet af artiklen og Danmark dermed tildeles beskatningsretten.

Der findes en tilsvarende artikel i DBOen indgået mellem Danmark og Storbritannien, hvorfor denne ikke uddybes nærmere.

Stiftes selskabet i et EU-land, hvor der ikke er indgået DBO mellem Danmark og det pågældende land, risikerer selskabet at blive dobbeltbeskattet.

Som det også fremgår af Centros-dommen, er det dog ikke kun skatteprovenuet der spiller ind.

Danmark har interesse i, at selskaber skal omfattes af dansk lovgivning. Dette kan blandt andet bunde i ønsket om at sikre kreditorernes interesser, samt sikre forholdene for ansatte, der arbejder i filialen.⁵²

Ydermere har nogle lande mere lempelige revisionskrav end andre, men Danmark anses generelt for at have ret lempelige revisionskrav,⁵³ da små virksomheder som oftest vil være fritaget for revision, jf. afsnittet om krav til årsrapport længere

S.M.B.Aet var af forskellige grunde ikke den mest fordelagtige selskabsform, men var populær grundet kombinationen af lav startkapital, samt den begrænsede hæftelse.

Hvis selskabsformen blev lukket ned uden at der blev indført en ny selskabsform/kapitalkravene til anparts-selskabet blev ændret, er det tænkeligt, at antallet af selskaber man ville se blive etableret i udlandet, men drevet i Danmark, ville stige.⁵⁴

Kigges der isoleret set på de britiske Ltd'er var tendensen, at antallet af britiske Ltd'er med danske ejere faktisk var faldende frem til indførslen af IVSet. Det er dog vigtigt at bemærke, at der i denne periode var blevet indført nogle danske regler, der gjorde løsningen mindre attraktiv, grundet krav om, at faste driftssteder i Danmark, skulle hæfte med ultimativt 125.000 for diverse afgifter og skatter i forbindelse med momsregistrering.⁵⁵ Denne lovgivning blev trukket tilbage, grundet, at den højst sandsynligt ville være i strid med EU-retten.⁵⁶

Effekten ville højst sandsynlig stadig kunne ses, hvis ikke muligheden for at stifte et S.M.B.A var blevet fjernet, men effekten ville uden tvivl have været mindre, da S.M.B.Aet på daværende tidspunkt, var den selskabsform der mindede mest om IV'Set, når det kom til hæftelse og indskud.

⁵¹ BKI nr 158 af 06/12/1996 Gældende

⁵² *Centros Ltd. A complete U-Turn in the Right of Establishment for companies?*, The International and Comparative Law Quarterly, Vol. 49, No. 3 (Jul., 2000), pp. 621-642

⁵³ *Entrepreneur Companies in Denmark and Germany*, by Troels Michael Lilja, in German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law.

⁵⁴ *German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law*, s. 60

⁵⁵ Lov nr. 461 af 31.5.2000, om ændring af momsloven

⁵⁶ *German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law*, s. 61

Vi vil kort nedenfor redegøre for de mest oplagte EU-alternativer til IVSet.

Unternehmergeellschaft (UG)

UGet er billedet, som IVSet er skabt i. Den danske udgave af UGet er næsten en tro kopi af den tyske selskabsform, som har eksisteret siden 2008, og derfor efterhånden har nogle år på bagen og som følge heraf, er en noget mere gennemprøvet virksomhedsform.

De danske regler, stillet op over for de tyske, er skriftligt langt mere omfattende, da reglerne for UG alene udgør en enkelt bestemmelse som er sat ind under GMBH, men selvom reglerne på skrift fylder mere i den danske version, så er forskellen mellem de to selskaber i praksis mindre.⁵⁷

Kapitalkravet i UGet er 1 Euro, og for det tyske selskab gælder der også et krav om at man henlægger 25% af overskudet til reserve.⁵⁸ De øvrige 75% har man dog i Tyskland mulighed for at modtage udbyttebetaling af, hvilket gør denne ordning mere fleksibel end det danske IVS, hvor man først ved opnåelsen af en kapital på 50.000 kr., har mulighed for dette. Opsparing i det tyske UG skal ske indtil du når en selskabskapital på 25.000 Euro. Det bemærkes hertil også, at de 25% af opsparet overskud i Danmark er låst, hvorimod man i den tyske model godt kan modregne et underskud i den opsparede kapital.

Står man som stifter og skal lede efter et alternativ man kender, så må det derfor være oplagt at have UGet med i sine overvejelser, da selskabsformen jf. ovenstående allerede er kendt i en dansk udgave, og at man oveni dette har mulighed for at disponere over 75% af det regnskabsmæssige overskud.

Der må dog i overvejelsen af hvorvidt man vælger at stifte et UG i stedet for at drive en dansk virksomhed med personlig hæftelse tages den betragtning med, at man formentlig skal have noget professionel vejledning ved stiftelsen af et UG, og det medfører også nogle praktiske udfordringer, så den reelle omkostning ved stiftelse af et UG efter alt at dømme vil ligge betragteligt højere end 1 Euro.

UGet vil efter vores overbevisning være et selskab som man med afskaffelsen af IVSet skal forholde sig til. Dette bl.a. fordi man med indførelsen af IVSet samtidig afskaffede S.M.B.Aet, hvorfor Danmark som følge af dette nu er det næstdyreste land i EU at stifte et kapitalselskab i (S.M.B.Aet var ikke et kapitalselskab, men optrådte på visse aspekter på samme måde).⁵⁹ På den anden side, så skal man som selskabsstifter være villig til at strække sig længere for at komme til at stifte et selskab hvor hæftelsen i praksis ikke er eksisterende, og med et kapitalkrav på 40.000 for et ApS så er det næppe alle der føler, at det er besværet værd.

Limited (LTD)

Limited kommer næppe til at være det valg, som vi vil se, hvis man skulle opleve en opblomstring af filialdannelser. Dette skyldes det nært forestående "Brexit", sammenholdt med at der allerede i 2015 sås en flugt fra denne selskabsform. For det tyske UG blev 74 virksomheder i 2015 lukket, for hver 100

⁵⁷ *German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law*, s. 66

⁵⁸ *German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law* s. 67

⁵⁹ *Where do firms incorporate*, s. 10

virksomheder der blev startet, og for det engelske LTD blev der lukket 219 virksomheder med filial i Tyskland for hver 100 lignende virksomheder, der blev stiftet,⁶⁰ hvilket indikerer, at det tyske UG er foretrukket.

Det færøske alternativ

Det fremgår direkte af lov nr. 369 af d. 9. april 2019, at loven ikke har indflydelse på Grønland og Færøerne, hvorfor det formentlig vil kunne give mening at kigge på mulighederne for at lave et iværksætterselskab indenfor rigsfællesskabet, da man på Færøerne (endnu) ikke har afskaffet selskabsformen.

Den Færøske "*Vinnuffelagalógin*" indeholder bestemmelserne for deres udgave af IVSet, som er lavet på baggrund af den danske, nu lukkede, selskabsform.

Præsentation af Lov nr. 445 af d.13 april 2019

Ved indførslen af lov nr. 445, d. 13 april, 2019, blev muligheden for at stifte et IVS afskaffet. Kapitel 20a i Selskabsloven er nu udgået, samt er der foretaget ændringer i de, af lovens bestemmelser, der vedrører IVSet

Som et resultat af afskaffelsen, har man valgt at sænke kapitalkravet for ApSerne til 40.000. Nuværende IVSer har to år til at omregistrere selskabet til et ApS, hvilket implicerer, at de i den mellemliggende periode skal fremskaffe en selskabskapital på i alt 40.000. Fristen for omregistrering er d. 14 april, 2021.

Afhandlingen behandler derfor en afart af anpartsselskabet, der ikke længere eksisterer. Som resultat af dette, vil vi, når det findes relevant, henvise til den daværende lovgivning i datid, mens eksisterende til dels vil blive omtalt i nutid

Forskellige anvendelser af selskabet

Vi opdeler groft set anvendelsen af selskaber i 3 kategorier i det juridiske afsnit;

- Holdingselskaber: Anvendes kun til at eje andele i andre selskaber
- Rene driftsselskaber: Kopierer nuværende virksomhedstyper, og bidrager ikke som sådan med noget nyt. Omfatter håndværkere, konsulenter, restaurationer m.m.
 - Som underkategori er der produktionsvirksomheder, som driver /større mindre fabriksdrift. Kræver som oftest et stort kapitalbehov fra begyndelsen af selskabets levetid.
- Start-ups: Har ikke som sådan et produkt endnu, men en ide. Kræver nogle år, før selskabet er oppe at køre, og vil ikke realisere den store omsætning i de første år af sin levetid.

Denne skildring vil vi ikke benytte i særlig stor grad i det økonomiske afsnit.

IVSet - et anpartsselskab

Iværksætterselskaber var ud fra et juridisk synspunkt at anse som værende anpartsselskaber, jf. den på det daværende tidspunkt gældende selskabslovs § 5, stk. 1, nr. 14, og § 35a, stk. 1, der fastslog, at IVSer var omfattet af reglerne om anpartsselskaber, medmindre andet fulgte af lovens kapitel 20a.

⁶⁰ German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law. S. 64+65

Der var derfor reelt set ikke tale om en ny selskabsform, men i stedet en afart af anpartsselskabet, hvor der grundet den begrænsede selskabskapital, var tilføjet nogle yderligere krav/begrænsninger til IVSet.

Anpartsselskaber hører sammen med aktieselskaber og andre lignende selskabsformer under fællesbetegnelsen 'kapitalselskaber'.

Fælles for disse selskaber er; 1) at selskabets overskud (kan) udloddes som udbytte, hvor kapitalejerne får del i dette overskud, svarende til deres kapitalandel i selskabet 2) at ejerne alene hæfter med det indskudte i selskabet, hvorved der ikke kan søges erstatning i ejernes personlige formue.

Hertil er det værd at nævne, at andele i selskabet ikke må udbydes til offentligheden, men kun må udbydes til en nærmere afgrænset kreds. Dette implicerer blandt andet, at selskabet ikke kan børsnotere andele i selskabet, eller holde offentlige auktioner vedrørende andelene, jf. SEL § 1, stk. 3.

Såfremt dette ønskes, er det nødvendigt, at selskabet stiftes som/omdannes til et aktieselskab.⁶¹

Kapitalselskaberne er som nævnt, omfattet af selskabsloven, jf. Lovens § 1, stk. 1, hvorfor lovens bestemmelser generelt finder anvendelse på IVSet.

Hvornår var der tale om et IVS?

Det der afgjorde om der var tale om et ApS eller IVS, var selskabskapitalen. Alt andet kunne være ens, undtagen navnet på selskabet, men såfremt kapitalen er under 50.000 DKK, var der tale om et IVS, og var selskabskapitalen på 50.000 eller over, mens alt andet var ens, var der tale om et ApS.

Andre forskelle i reguleringen følger derfor af denne forskel.

Krav til selskabskapitalen

IVSet var som nævnt at anse som værende et anpartsselskab, der dog på nogle områder adskilte sig fra ApSet, der er det traditionelle anpartsselskab.

Dette gjorde sig først og fremmest gældende, når det kom til minimumskravet for selskabskapitalen, der i IVSets tilfælde kun udgjorde én krone, modsat ApSet, hvor kravet udgjorde minimum 50.000 kr.⁶²

Ydermere skulle IVSet som minimum henlægge 25 % af det årlige overskud til en bunden reserve, indtil den bundne reserve udgjorde 50.000 kr., sammenlagt med selskabskapitalen.

Når selskabet nåede 50.000 kr. kunne det herefter vælge at omregistrere selskabet til et ApS, jf. SEL § 357 C, samt jf. årsregnskabslovens § 35 C. Dette er ikke at forveksle med en omdannelse, da omdannelse omfatter situationer hvor virksomheden vælger ny selskabsform, hvilket ikke var tilfældet ved omregistrering fra IVS til ApS, da et IVS, som nævnt, rent juridisk blev betragtet som et anpartsselskab.⁶³

Et IVS måtte ikke have en selskabskapital, der oversteg 49.999 kr., hvilket fulgte af den daværende SEL § 5, stk. 1, nr. 14, der fastslog, at et IVS er " *Et anpartsselskab, jf. nr. 2, der ikke har en registreret selskabskapital på mindst 50.000 kr., og som opfylder betingelserne i § 357 a.*"

⁶¹ Betingelserne for omdannelse til A/S har ikke relevans for vores afhandling, og vil derfor ikke blive gennemgået.

⁶² Virksomhedsregistrering, Erhvervsstyrelsen - <https://erhvervsstyrelsen.dk/stiftelse-registrering-selskaber>

⁶³ *Iværksætterselskaber*, s. 209.

En sådan overskridelse ville føre til, at selskabet automatisk skulle omregistreres til et ApS, da det de facto nu var et ApS.

Selskabet kunne dog vælge at have kapitalen stående som frie reserver, hvorved selskabet forblev et IVS, skulle dette være ønsket.

Derfor havde omregistreringskravet ved overstigning af en selskabskapital over 49.999 kr. ikke nogen reel virkning, da selskabet uden problemer kunne "omgå" dette.

Selskabet kunne, hvis det ønskede, tegne selskabskapitalen til overkurs, således at de tilførte likvide midler til selskabet, uden at pengene tilførtes den registrerede selskabskapital. Dette kunne ske skattefrit, jf. selskabsskattelovens (SSL) § 13, stk. 1, nr. 1, der fastslår skattefrihed for overkurs betalt for aktier (anparter) ved udstedelsen.

Et eksempel kunne være, at den indskudte selskabskapital på 25.000 kr. tegnes til kurs 200, hvorved selskabet tilføres 50.000 kr., men kun 25.000 kr. bindes i selskabskapitalen. Derved er der frie reserver på i alt 25.000 kr.

Det meget lave krav til selskabskapitalen var, som nævnt ovenfor, den primære begrundelse for at indføre IVSet. Det var på dette parameter, at selskabet skulle tage konkurrencen op mod de udenlandske tilsvarende selskaber.

1 kr. kravet gjorde selskabet meget attraktivt for de personer, der ønskede at drive virksomhed i selskabsform med begrænset hæftelse, men enten ikke ønskede at hæfte for de 50.000, som krævedes ved et ApS, eller ikke havde mulighed for at lægge de 50.000 det kræver.

Dette gav incitament til de potentielle virksomhedsejere, der ellers ikke vil stifte selskabet, da der er færre risici ved et kapitalselskab, mens de ikke skulle fremskaffe som minimum 50.000 i selskabskapital.

Trods udgangspunktet om, at stifter kun hæftede for den indskudte selskabskapital, er der en meget kraftig formodning for, at kapitalejer kom til at hæfte for mere end det indskudte.

Såfremt der var behov for fremmedkapital til drift af selskabet, eller at selskabet havde behov for kredit hos større leverandører, ville disse med meget stor sandsynlighed ikke give sådanne lån/give kredit, med en sikkerhed i en selskabskapital på én krone. Derfor ville man som kapitalejer formentlig skulle stille sikkerhed i egen formue, f.eks. ved selvskyldnerkaution, hvorved den reelle risiko ved at drive virksomheden steg, og argumentet ved kun at hæfte for én krone blev udvandet.⁶⁴

Det er ikke noget der kun gjorde sig gældende for IVSet, da de fleste stiftere af et ApS ligeledes kan blive nødt til at hæfte personligt, alt afhængigt af, hvor stor den indskudte selskabskapital er. Såfremt selskabet stiftes med en selskabskapital på 50.000, er dette ikke et beløb der rækker langt, hvis det er det eneste, kreditorerne kan søge erstatning i.

Dette skal sammenholdes med, at mange IVSer havde mulighed for at fravælge revision, jf. nedenstående afsnit om revisionskrav, hvorved selskabets tredjemænd heller ikke kunne tillægge selskabets årsrapporter

⁶⁴ *Iværksætterselskaber*, s. 60.

samme værdi. Dette har betydning ved långivning, hvilket blandet andet ses ved, at Jyske Bank ikke fremover giver erhvervslån til selskaber, der har fravalgt revision.⁶⁵

Strammere krav til IVSet

Intet apportindskud

Der kunne, modsat ved ApSet, ikke ske apportindskud i et IVS, hverken ved stiftelse eller ved senere indskud af selskabskapital, jf. SEL § 357 A, stk. 2. Dette medførte, at hverken biler, computere, bygninger eller lignende kunne bruges som indskud.

Dette var dog ikke et problem, såfremt værdien af apportindskuddet oversteg 49.999 kr. sammenlagt med kontantindskuddet, således at selskabet i stedet blev drevet som et ApS, hvor apportindskud er tilladte. Det var dog tilladt at foretage apportindskud i eksisterende IVSer, såfremt det skete i forbindelse med omregistrering til et ApS, jf. 357 A, stk. 3.

Det er tvivlsomt hvad denne bestemmelse havde af praktisk betydning for IVSet, da disse selskaber tit opererede med en lille selskabskapital, hvilket blandt andet fremgår af erhvervsstyrelsens rapport, hvor 88 % af IVSerne, som blev stiftet i periode 2014-2017, havde en selskabskapital, som er lig med eller under 5.000 kr.⁶⁶

Der skal desuden foretages en vurderingsrapport ved apportindskud, som skal fastlægge værdien af de indskudte aktiver, jf. SEL § 36. Vurderingsrapporten er på stifters regning, og koster f.eks. hos Selskabsadvokaterne 5.000 eksklusiv moms.⁶⁷ Dette er dog i forbindelse med stiftelse af et ApS.

I de tilfælde hvor selskabet skulle anvendes til drift, ville der som oftest være aktiver for en vis værdi, og disse havde altså muligheden for at indskyde disse aktiver som apportindskud, og derved danne et ApS. Det er dog ikke sikkert, at dette nødvendigvis var i stifters interesse, da stifter stadigvæk taber 50.000 ved et ApS contra den valgte selskabskapital på < 50.000 ved IVSet.

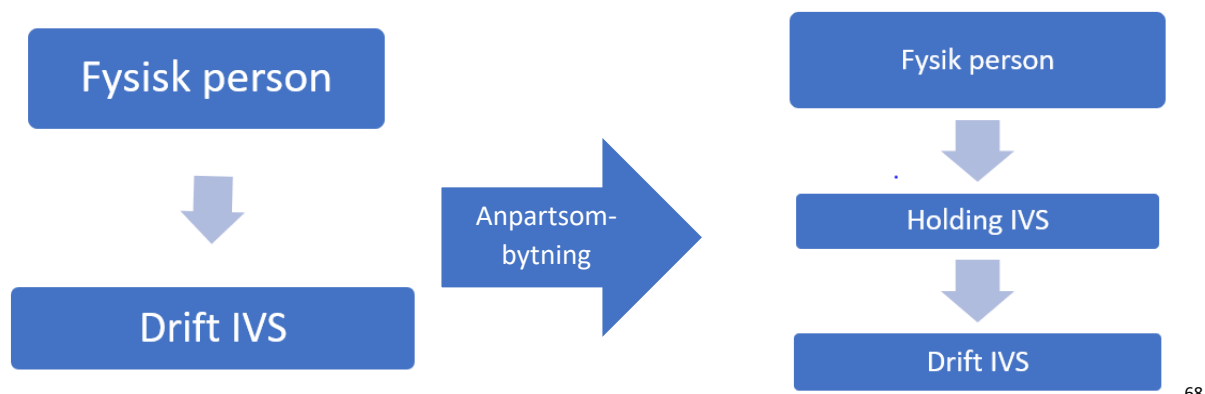
Såfremt IVSet skulle anvendes som holdingselskab for et driftsselskab eller lignende, der allerede var ejet af stifteren, kunne dette ikke se ske som et apportindskud, jf. SEL § 357 A, stk. 3, hvorfor der skulle findes en anden måde at tilføre kapitalandelene fra driftsselskabet.

En løsning var at foretage en anpartsombytning (skattepligtig eller skattefri), hvorved kapitalejeren stifter et holdingselskab, og overdrager anparterne i driftsselskabet til Holdingselskabet, imod at blive vederlagt anparter i holdingselskabet.

⁶⁵ Jyske Bank afviser kunder uden revisor, Finans.dk, 01.03.2019, Brahm, Kristofferg; Høber, Jesper

⁶⁶ Analyse af iværksætterselskaber, s. 31.

⁶⁷ Stiftelse af ApS m. vurderingsberetning - <https://www.selskabsadvokaterne.dk/advokat/selskabsret/apportindskud/>



68

Denne anpartsombytning kan foretages uden forudgående tilladelse fra told- og skatteforvaltningen, såfremt en række betingelser er opfyldt. Vi vil ikke gå yderligere i dybden med disse.

Ingen udlodning før bunden reserve på 50.000 kr.

Selskabet kunne ikke udlodde udbytte før den bundne reserve i kombination med selskabskapitalen var på 50.000 kr., jf. § SL 357 B, stk. 2. Dette gjorde sig gældende for både ordinære og ekstraordinære udbytter.

Ved stiftelse af et ApS, er der ingen tilsvarende begrænsninger til udlodning af udbytte, hvorfor selskabet allerede fra begyndelsen kan udlodde udbytte, såfremt selskabet har midler tilgængelige der kan udloddes udbytte fra.

I stedet for at udlodde overskud som udbytte, kunne ejeren af et IVS vælge at udbetale vederlag til sig selv, såfremt der reelt set var ydet et stykke arbejde at betale vederlag for. Der er nogle skattemæssige forhold, der afgør hvorvidt udbytte eller vederlag er mest fordelagtigt, hvilket der vil blive redegjort for i afsnittet om de skatteretlige forhold.

Det er vigtigt at påpege, at såfremt vederlaget ikke står mål med den arbejdsindsats, der er ydet for selskabet, kan dette bevirke, at der er tale om maskeret udbytte, og dermed et forsøg på omgåelse af reglerne om udlodning af udbytte. En unormal høj løn er ikke tilstrækkelig til at fastslå maskeret udbytte, men anpartshaver(ne) kan ved stiftelse af selskabet, som en løsning på problemet, lave et dokument hvoraf størrelsen af vederlaget fremgår -/ sørge for at vederlaget er konsekvent.

Såfremt der ikke opnås overskud som kan udloddes udbytte af, vil lønnen stadigvæk blive udbetalt, og der må være en svagere formodning for, at der er tale om maskeret udbytte.⁶⁹

For at der kan udbetales løn kræver det selvfølgelig, at der er penge i selskabet til at udbetale løn for.

Betydningen af grænsen på de 50.000 havde forskellig indflydelse fra selskab til selskab.

Af erhvervsstyrelsens rapport fremgår det, at ca. 23% af IVSerne anvendtes inden for finansiering og

⁶⁸ Diagram af egen skabelse

⁶⁹ *Iværksætterselskaber*, s. 140

forsikring. Det høje antal er hovedsageligt et resultat af, at IVSerne var populære til dannelsen af holdingselskaber, hvilket ses ved, at 90% af de 23% er Holdingselskaber.⁷⁰

Hvis holdingselskabet anvendtes til at eje andele i andre selskaber, end Holdingejerens eget/egne selskab(er), kan det have en vis betydning såfremt, at kapitalejeren ikke udfører arbejde for holdingselskabet, men benytter det som en *sparegris*.

Hvis kapitalejeren af et IVS vælger at udbetale ekstraordinært vederlag (f.eks. i form af en bonus), vil det, som ved ovenstående situation, højst sandsynligt blive omkvalificeret til udbytte, og udbetalingen var derfor ikke tilladt.

Den reelle problemstilling vil dog stadigvæk være begrænset. Såfremt der blev stiftet et IVS med ønsket om at benytte det som holdingselskab, kunne eksisterende anparter/aktier i andre selskaber indskydes som apportindskud,⁷¹ og der kan dannes et ApS, hvor reglen om de 50.000 kr. i reserver og selskabskapital, ikke finder anvendelse.

Hvis der ikke var nok aktiver til at nå 50.000 kroner-grænsen for ApS, må der også være en formodning for, at afkastet var af en mindre betydelig størrelse, og der derved heller ikke var et særlig stort grundlag at udbetale udbytte af. Dette er hovedsageligt relevant i de tilfælde, hvor holdingselskabet blev anvendt til investering i "fremmede andele".

Såfremt holdingselskabet benyttedes til at eje andele i stifters eget driftsselskab, kunne der som nævnt, udbetales vederlag fra driftsselskabet, hvorved reglerne om udbytte fra IVS ikke kom i spil.

En ulempe ved vederlagsløsningen var, at muligheden for at anvende selskabet som *sparegris* forsvandt. Som vi vil redegøre for i de skatteretlige afsnit, kan holdingselskabet bruges til at udskyde skattebetalingen, hvilket kan være fordelagtigt ved progressiv beskatning.

Dog kan driftsselskabet stadig benyttes som *sparegris*, men i tilfælde af konkurs, indgår det opsparede overskud i boet, hvorved kreditorer kan søge opfyldelse i dette. Ved holdingselskabet sikrer selskabet, at dette ikke sker, da der ikke kan søges erstatning hos det konkursramte selskabs moderselskab.

I tilfælde af, at IVS anvendtes ved start up-virksomhed, er der en formodning for, at selskabet havde et ønske om at oparbejde kapital, og derved ikke udbetalte udbytte, så snart der blev realiseret et overskud. Det er tvivlsomt om selskabet overhovedet realiserer et overskud de første år, og man ville som stifter med en vis sandsynlighed fastsætte et løbende vederlag, og først senere hen, når selskabet blev rentabelt og stabilt, begynde at udbetale udbytte. Der er også forventning om, at selskaber, der nåede grænsen på 50.000 kr., valgte at lade selskabet omregistrere, således, at det fremover er et ApS.

Dette understøttes blandt andet af, at der i perioden for Erhvervsstyrelsens rapport, er blevet omregistreret 1.591 IVSer, mens der kun er yderligere 91, der kunne være blevet omregistreret, men som ikke er blevet det.⁷²

De 1.591 selskaber udgør knap 25% af de stiftede IVSer, der har været/er erhvervsaktive.

⁷⁰ *Analyse af Iværksætterselskaber*, s. 16.

⁷¹ Juridisk vejledning C.D.1.4.4, Stiftelse af aktie- og anpartsselskaber <https://skat.dk/skat.aspx?oID=1899876&chk=215961>

⁷² *Analyse af Iværksætterselskaber*, s.31

Så længe et IVS-holdingselskab havde nået 50.000 kr.-grænsen, var der ikke umiddelbart nogle incitamenter for at lade selskabet omdanne. Holdingselskabet agerer ikke på samme måde på et marked, og derfor er det mindre relevant, hvilket signal valget af selskabsform sender. Så længe der kunne udbetales udbytte, er det ikke så afgørende om selskabet drives som IVS eller ApS.

Ved driftsselskaber kan der dog være noget signalværdi der spiller ind, hvilket der vil blive redegjort for i det økonomiske afsnit.

Den sidste metode til omgåelse af udbyttebegrænsningen var at foretage kapitalnedsættelse til overkurs.⁷³ Et eksempel er, et IVS med en selskabskapital på 10 kr. Der er frie reserver, efter det opsparede overskud på i alt 100 kr., som kapitalejeren ønsker at trække ud, men som ikke kan udloddes grundet begrænsningen på 50.000.

I stedet nedsættes selskabskapitalen fra 10 kr. til 9 kr., og dette sker til kurs 10.100, hvorved den nominelle selskabskapital falder med 1 kr., men det udbetalte beløb er 1001, hvoraf de 1000 kr. kommer fra de frie reserver på i alt 1000 kr.

Beslutning om kapitalnedsættelse skulle foretages på generalforsamlingen, og skulle vedtages med samme stemmeflertal, der gjaldt for vedtægtsændring, jf. SEL § 186. Vedtægtsændringer skal ske med dobbelt 2/3-flertal, jf. SEL § 106. Det antages, at IVSer oftest havde en meget begrænset ejerkreds, hvorfor det ikke burde være et problem at opnå det relevante stemmeflertal.

Selskabet skulle være opmærksomt på, at reglerne for et forsvarligt kapitalberedskab overholdes i forbindelse med kapitalnedsættelsen. Dette er ikke så relevant i forhold til nedsættelsen af selve kapitalen, da en kapitalnedsættelse fra f.eks. 10 kr. til 9 kr. ikke har nogen reel effekt.

De frie reserver hengår dog til egenkapitalen, og såfremt selskabet anvendes til virksomhed, der kræver et højere kapitalberedskab, skal dette tages i betragtning ved kapitalnedsættelsen. Så hvis selskabet udbetaler en stor del af de frie reserver, påvirker det kapitalberedskabet. Vi vil efter dette afsnit redegøre for forsvarligt kapitalberedskab.

Regler om forsvarligt kapitalberedskab

Reglerne om ledelsens ansvar for at sikre et forsvarligt kapitalberedskab følger af Selskabslovens §§ 115-118. Ved redegørelsen af betydningen for IVSet, anvendes § 118, stk. 2, da denne regulerer ansvaret for direktionens ansvar, hvilket er den mest fordelagtige ledelsesform for IVSet, jf. afsnittet om selskabets ledelse nedenfor.

Af bestemmelsen fremgår det, at *"Direktionen skal herudover sikre, at kapitalselskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt, herunder at der er tilstrækkelig likviditet til at opfylde kapitalselskabets nuværende og fremtidige forpligtelser, efterhånden som de forfalder. Direktionen er således til enhver tid forpligtet til at vurdere den økonomiske situation og sikre, at det tilstedeværende kapitalberedskab er forsvarligt"*.

Hvad der helt nøjagtigt skal forstås ved *"at det tilstedeværende kapitalberedskab er forsvarligt"*, er uklart, og der vil således være tale om en subjektiv vurdering ved hver enkelt sag.

§ 118, stk. 2 skal ses i sammenhæng med SEL § 361, der hjemler, at *"Stiftere og medlemmer af ledelsen, som under udførelsen af deres hverv forsætligt eller uagtsomt har tilføjet kapitalselskabet skade, er pligtige*

⁷³ Iværksættelselskaber, s. 131

*til at erstatte denne. Det samme gælder, når skaden er tilføjet kapitalejere eller tredjemand". Erstatningsansvaret følger af de normale regler om erstatningsansvar ved fortsæt/uagtsomhed, så følgende erstatningsbetingelser skal være opfyldt:*⁷⁴

- Der skal være lidt et tab.
- Der skal foreligge et ansvarsgrundlag (Culpa)
- Der skal være kausalitet
- Der skal foreligge ædakvans
- Der må ikke foreligge en objektiv ansvarsfrihedsgrund

De ovenstående betingelser er kumulative, og er én betingelse ikke opfyldt, kan der ikke foreligge erstatningsansvar.

Hovedpointen i bestemmelsen er, at direktionen kan blive erstatningsansvarlig.

En af de mest gennemgående argumenter imod IVSet, har været, at selskabet er oplagt ved snyd, eller for stiftere, der var villige til at tage store risici på selskabets vegne, men som ikke var parate til at påtage sig den økonomiske risiko. Denne bestemmelse indfører dermed muligheden for, at ledelsen (sammenfald med kapitalejerne i denne opgave) stadigvæk kan komme til at hæfte for mere end det indskudte beløb. Dette sætter så at sige en dæmper for risikovilligheden hos ledelsen.

Hvor meget der skal til, før direktionen gøres personligt ansvarlige er, som nævnt, usikkert.

Usikkerhedsmomentet gør det besværligt for stifter at vurdere hvorvidt betingelserne til et forsvarligt kapitalberedskab er overholdt, og udgør derfor en ulempe.

Det er ikke tilstrækkeligt, at det viser sig, at der ikke er nok kapital til at betale kreditorer sin gæld. Direktionen skal være bevidst om, at selskabet ikke er i stand til at fortsætte driften med den, på det tidspunkt, eksisterende kapital.

I U 2006.243 H blev en direktør og et bestyrelsesmedlem erstatningsansvarlige over for konkursboet for fonden de var i ledelsen af. Direktøren startede en restaurant for fondens penge, men restauranten endte med at gå konkurs, og var medvirkende til fondens efterfølgende konkurs.

Boet gjorde oprindeligt gældende, at direktøren samt ét bestyrelsesmedlem havde gjort sig erstatningsansvarlige, ved at pådrage restauranten og dermed fonden forpligtelser, efter det burde have været klart for dem, at restauranten ikke ville kunne fortsætte driften.

Bestyrelsesmedlemmet, der samtidig var advokat, var ikke direkte involveret i beslutningerne om restaurantens drift, men blev også fundet erstatningsansvarlig, da Højesteret fandt frem til, at denne burde have indset, at fortsat drift af restauranten ikke ville være forsvarlig, såfremt denne stiftede yderligere gæld, hvilket denne gjorde. Højesteret påpegede, at bestyrelsesmedlemmet skulle have sikret sig, at driften fortsatte inden for disse rammer. Bestyrelsesmedlemmet blev derfor fundet erstatningsansvarlig for gæld stiftet efter tidspunktet hvor det burde stå klart, at restauranten ikke ville kunne overleve.

⁷⁴ Seneste tendenser i retspraksis om ledelsesansvar

Dette tidspunkt kaldes populært *håbløshedstidspunktet*, altså tidspunktet hvor alt håb er ude for en fortsat drift.⁷⁵ Alle udækkede forpligtelser påtaget efter dette tidspunkt, vil højst sandsynligt medføre erstatningsansvar for ledelsen, såfremt de ikke kan betales.

Direktionen skal løbende foretage en vurdering af, om kapitalberedskabet er forsvarligt. Elementer, der indgår i vurderingen, er blandt andet om selskabet har en løbende stabil indtægt, forholdet mellem eksisterende egenkapital og eksisterende forpligtelser (lån, kredit og andre lignende udgifter), forventninger til den fremtidige drift og så videre. Såfremt selskabet forventer et stort fald i indtjeningen, skal det tage stilling til, om det er forsvarligt at påtage sig nye forpligtelser, særligt såfremt økonomien i selskabet allerede er nedadgående. Samtidig skal selskabet dog også forsøge at vende den økonomiske situation i selskabet, f.eks. hvis det nærmer sig en konkurs, og i sådanne tilfælde kan det være nødvendigt at låne penge for at sikre den fortsatte drift.⁷⁶

Der kan ikke være nogen tvivl om, at det er lettere for IVSets ledelse at ifalde erstatningsansvar jf. ovenstående bestemmelser, såfremt selskabet ikke har andet kapital, end den registrerede krone, men har haft etableret gæld, som den så ikke kan tilbagebetale. Dette også selskabsformen til anvendelse af mere kapital til drift, da såfremt selskabet har stiftet gæld, "lettere" vil kunne ifalde ansvar.

Anden generel selskabsretlig regulering

De regler der redegøres for ovenfor, udgjorde de særlige regler for IVSet. Udover disse, fulgte reglerne for IVSet de normale selskabsretlige regler, der gælder for anpartsselskabet, jf. den på det tidspunkt gældende SEL § 357 A, stk. 1.

Der vil blive kort blive redegjort for de elementer af den almene selskabsretlige regulering, der særligt kan komme i spil, når valget skal tages om hvilken selskabsform der skal anvendes.

Stiftelse

Det vigtigste at bemærke hertil er, at et IVS kunne stiftes af både juridiske samt fysiske personer.

Ved stiftelsen af selskabet, skulle der oprettes et stiftelsesdokument, der skulle leve op til kravene i SEL §§ 24-27.

Stiftelsesdokumentet skal blandt andet indeholde følgende oplysninger; navn, adresse på selskabets stiftere, stifternes CVR-nummer (hvis stifter er juridisk person), og tegningskursen og samt tegnings- og indbetalingsfrister.⁷⁷

Ydermere skal stiftelsesdokumentet indeholde selskabets vedtægter, som kan siges at være regelsættet, som selskabet skal drives efter.

Kravene til vedtægterne fremgår af SEL §§ 28-30, og vedtægterne skal jf. disse som minimum indeholde oplysninger om;⁷⁸

⁷⁵ SMV Bestyrelsen – hele vejen rundt, Foe, Carsten og Neville, Mette

⁷⁶ Note 670, Karnovs noter til Selskabsloven, LBKG 2015-09-14 nr. 1089.

⁷⁷ Iværksætterselskaber, s. 66-67

⁷⁸ Jf. SEL § 28

- Selskabets navn samt eventuelle binavne
 - Et IVS er forpligtet til at anvende 'IVS-betegnelsen i sit navn. Formålet med dette er, at medkontrahenter til selskabet, skal kunne identificere, at de handler med et IVS, hvor der er specielle regler vedr. hæftelse og kapitalindskud.⁷⁹ Dette følger af SEL § 357 A, stk. 3.
- Selskabets formål
- Selskabskapitalens størrelse og antallet af kapitalandele eller kapitalandelenes pålydende værdi
- Kapitalandelenes rettigheder
- Selskabets ledelsesorganer, herunder oplysninger om den valgte ledelsesstruktur, jf. § 111, og i aktieselskaber oplysning om antallet eller mindste og højeste antal medlemmer af de forskellige ledelsesorganer og eventuelle suppleanter samt valgperioden for medlemmerne af det øverste ledelsesorgan
- Indkaldelse til generalforsamling og
- Selskabets regnskabsår

Efter SEL § 29 skal vedtægterne indeholde oplysninger om de beslutninger, der efter selskabslovens regler, skal optages i vedtægterne.

Til sidst fastslår SEL § 30, at tegning af kapitalandele skal ske på stiftelsesdokumenter med eventuelle bilag.

Den primære konsekvens af ovenstående for stiftelse af IVSet var, at der var en del flere materielle krav til selskaberne, hvilket medførte transaktionsomkostninger.

Ledelse

Det er et krav, at der registreres en ledelse. Dette er blandt andet et resultat af IVSets status som et selvstændigt retssubjekt.

I forhold til ledelsen er den eneste betingelse, at indretningen af selskabets ledelse skal fremgå af selskabets vedtægter og eventuelle ændringer af vedtægterne og herved indretningen af ledelsen, skal ske ved en vedtægtsændring, jf. SEL § 28, stk. 1, nr. 5, samt SEL § 106, stk. 1, der fastslår, at vedtægtsændringen skal ske med 2/3 flertal.

Da IVSet som oftest havde få ejere, og da ejere og bestyrelse som oftest er den samme personkreds, har dette med en vis sandsynlighed ikke haft den store praktiske betydning, da IVSet kunne vælge, at der kun skulle være ét ledelsesorgan, som i disse tilfælde både udgjorde det centrale og det øverste ledelsesorgan, jf. SEL § 5, nr. 4, litra B og jf. § 5, nr., litra B.⁸⁰ Dette ene ledelsesorgan udgjorde en direktion, der så både varetog de opgaver der henhørte til ledelsen, det centrale ledelsesorgan, det øverste ledelsesorgan, samt varetog de opgaver der henhørte til direktionen. Det er denne direktion, som kan gøres ansvarlig, jf. ovenstående afsnit om forsvarligt kapitalberedskab.

Dette er modsat aktieselskaber, der skal have både en direktion og bestyrelse/ en direktion og tilsynsråd, der alle varetager forskellige opgaver.

⁷⁹ *Iværksætterselskaber*, s. 73

⁸⁰ *Iværksætterselskaber*, s. 9.

Udskiftninger i det centrale ledelsesorgan skal ske ved afstemning, hvor der ved afstemning blandt anparts-haverne vælges hvem der skal udgøre organet. Det kan diskuteres om salg af anparter til en potentiel inve-stor besværliggør denne proces, men det kan dog undgås ved, at de oprindelige kapitalejere sørger for at beholde den nødvendige mængde anparter.

Da der jf. Erhvervsstyrelsens rapport generelt er få ejere ved etablering og driften af IVSet,⁸¹ og at disse kan fungere som ledelse, udgør de formelle krav til ledelsens opbygning ikke en stor hindring ved etablering, og er derfor ikke et element, som i høj grad taler imod valg af IVSet som selskabsform.

Dette skal ses på baggrund af en forventning om, at ejerkredsen (stifterne) deler samme idé for selskabet, og er enige om, hvordan selskabet skal drives. Ellers kan der blive nogle problemer, når det kommer til ved-tagelsen af ændringen i vedtægterne. Det er dog ikke en problemstilling der i så fald kun rammer anparts-selskabet, men også ville være til stede, skulle selskabet blive drevet som et personselskab med flere ejere.

Krav til årsrapport samt revision

Hvilke krav der findes, afhænger hovedsageligt af formen for virksomhed, samt virksomhedens størrelse, herunder omsætning, balance og antal ansatte.

Revisionskravene reguleres i Årsregnskabsloven (ÅRL), og for at kunne være omfattet af årsregnskabslovens bestemmelser, skal man være en erhvervsdrivende virksomhed, jf. lovens § 1. Det vil ikke blive nærmere defineret hvad der forstås ved en erhvervsdrivende virksomhed, da afhandlingen kun behandler erhvervs-drivende virksomheder.

Hvilke revisionskrav der finder anvendelse, afhænger som udgangspunkt ikke af valget af selskabsform, men derimod af selskabets størrelse, herunder omsætning, samlet balance samt antal ansatte.⁸²

Der eksisterer fire regnskabsklasser; Regnskabsklasse A, B, C og D.

Regnskabsklasse A, ÅRL § 7, stk.1, nr. 1

Omfatter selskaber, der ikke er forpligtet til at aflægge årsregnskab efter ÅRL § 3, stk. 1, men som aflægger frivillig årsrapport efter ÅRL § 3, stk. 2. Disse omfatter blandt andet I/Ser og kommanditselskaberne, som vi vil redegøre for længere nede.

IVSet, i den form vi analyserer på, omfattes ikke af undtagelserne til pligten om årsrapport, efter ÅRL §§4-6:

- § 4: Fritager visse selskaber efter Lov om visse erhvervsdrivende virksomheder, med yderligere be-tingelser hertil. IVSet er ikke omfattet af denne lov.
- § 5: Undtagelser for visse interessent- og kommanditselskaber. Omfatter ikke IVSet.

Gældende for alle undtagelserne i denne bestemmelse er, at selskabet skal være ejet af selskaberne opli-stet i ÅRL § 3, stk. 1, nr. 2, litra a og b, det vil sige:

- a) aktieselskaber, partnerselskaber (kommanditaktieselskaber), anpartsselskaber eller selskaber med en tilsvarende retsform eller*

⁸¹ 96% af IVSerne har 2 eller færre selskabsdeltagere, *Analyse af iværksætterselskaberne*, s. 14.

⁸² Karnovs manual for regnskabsklasser, https://pro.karnovgroup.dk/document/7000745640/1?ft=regnskabsklas-ser&hide_flash=1&page=1&rank=2

- b) *interessentskaber eller kommanditselskaber, i hvilke alle interessenter henholdsvis komplementarer er omfattet af litra a"*

§ 6: Undtager dattervirksomhed uden aktivitet. Dette kunne potentielt ramme IVSet, især i de tilfælde hvor der oprettes selskaber, der anvendes til en potentiel fremtidig drift, men indtil da er uden drift.

ÅRL § 4 og 5 kan ikke omfatte IVS'et, og vi antager, at IVSet ikke falder under undtagelsen i § 6, hvorfor regnskabsklasse A ikke er en mulighed.

Regnskabsklasse B, ÅRL § 7, stk. 1, nr. 2

Små virksomheder, der har pligt til at aflægge årsrapport, jf. ÅRL § 3, stk. 1, omfattes af lovens afsnit III, der regulerer kravene for regnskabsklasse B.

Definitionen af små virksomheder findes i ÅRL § 7, stk. 2, nr. 1, der fastslår at såfremt to af følgende tre betingelser er opfyldt, er selskabet omfattet af regnskabsklasse B.

- 1) Balancesummen overskrider ikke 44 mio. kr. i på hinanden to følgende regnskabsår
- 2) Nettoomsætningen overskrider ikke 89 mio. kr. i på hinanden to følgende regnskabsår
- 3) Gennemsnitligt antal ansatte overskrider ikke 50 i på hinanden to følgende regnskabsår

Det må anses som værende mest sandsynligt, at de i opgaven omhandlende IVSer ville tilhøre denne regnskabsklasse. Dette understøttes blandt andet af erhvervsstyrelsens rapport, der viser, at over 95% af IVS-erne ikke omsatte for mere end 2.000.000 kr. det første leveår i 2014-2017.⁸³

Ydermere viser rapporten også, at i perioden 2014-2017, er der ikke et eneste IVS, der beskæftiger mere end 5-9 årsværk.⁸⁴

Et scenarie hvor det kan tænkes, at IVSet ikke falder inden for disse grænser, er ved Holdingselskaber, der i så fald, grundet store aktivbeholdninger, vil kunne overstige grænserne i betingelse 1) og 2).

Nettoomsætning i ÅRL's forstand omfatter ikke indtægter fra holding-virksomhed, der i stedet er defineret som finansielle indtægter.

For at holdingselskaber derfor ikke altid ender i regnskabsklasse B (har som regel ingen/få ansatte), omfavner grænserne for nettoomsætning også de situationer hvor selskaber der driver investeringsvirksomhed, i stedet skal anvende finansielle indtægter, jf. ÅRL § 7, stk. 4.

Regnskabsklasse B har reelt set to subkategorier, hvortil der er mere lempelige krav, end de lempelige krav, der allerede finder anvendelse for regnskabsklassen.

Først, er der små virksomheder, som kan undtage årsrapporten fra revision.

Kravene for at være omfattet af denne "kategori" er, at to ud af tre følgende beløbsgrænser ikke overskrides i to på hinanden følgende regnskabsår på balancedagen;⁸⁵

1. En balancesum på 4.000.000 kr.

⁸³ *Analyse af Iværksætterselskaber*, 2018, s. 29.

⁸⁴ Ét årsværk anses for at være én heltidsbeskæftiget - <https://erhvervsstyrelsen.dk/haandbog-for-registerforpligtelsen>

⁸⁵ <https://erhvervsstyrelsen.dk/fravalg-af-revision>

2. En nettoomsætning på 8.000.000 kr.
3. Et gennemsnitligt antal heltidsbeskæftigede på 12 i løbet af regnskabsåret

Såfremt ovenstående betingelse er opfyldt, kan selskabet fravælge revision af regnskabet, jf. ÅRL § 135, stk. 1, 3. pkt. Der findes undtagelser hertil i bestemmelsens stk. 2 og 3. Her er det værd at bemærke, at stk. 3 udelukker anvendelsen af stk. 1, såfremt der er tale om et holdingselskab, og de selskaber hvor holdingselskabet besidder kapitalinteresse og udøver væsentlig indflydelse sammen med holdingselskabet overskrider grænserne for små virksomheder reguleret i ÅRL § 7, stk. 2, nr. 1.

Det er værd at bemærke at bestemmelsen ikke kun retter sig mod holdingselskaber, men i høj grad ville ramme disse.

Ved fravalg af revisionspligt, er muligheden for tredjemand for at gøre revisor ansvarlig grundet dispositioner foretaget på baggrund af årsrapporten, hvor det senere hen viser sig, at årsrapporten er så mangelfuld, at dispositionerne er foretaget på et uoplyst grundlag, forsvundet.

Hvorvidt en revisor kan gøres erstatningsansvarlig, afgøres på baggrund af de almindelige erstatningsbetingelser, jf. blandt andet SEL § 361, stk. 2.⁸⁶ Disse betingelser er der overfladisk redegjort for under afsnittet om forsvarligt kapitalberedskab.

Ved uagtsomhedsvurderingen skal der dog mindre til at ifalde erstatning for en revisor, da der her foreligger et professionsansvar, og vurderingen må baseres på en professionsnorm.⁸⁷ Dette sammenholdes blandt andet med god skik-bestemmelsen i revisorlovens § 16.

Som en anden underunderkategori til Regnskabsklasse B, findes mikrovirksomhederne, jf. ÅRL § 22 A. Disse har sine helt egne grænser, og er undtaget fra nogle af de krav, der ellers gælder for regnskabsklasse B.

For at være en mikrovirksomhed må den ikke i på hinanden to følgende år overskride følgende grænser, jf. ÅRL § 22 A, stk. 3;

1. En balancesum på 2.700.000 kr.
2. En nettoomsætning på 5.400.000 kr.
3. Et gennemsnitligt antal heltidsbeskæftigede i løbet af regnskabsåret på 10.

Af bestemmelsens stk. 3 følger der nogle undtagelser, der hovedsageligt rammer selskaber, der har investeringer for øje. Mest relevant er holdingselskaber ikke omfattet af reglerne om mikrovirksomheder, jf. stk. 3, nr. 1, der fastslår, at bestemmelsen ikke finder anvendelse på *"virksomheder, der besidder kapitalinteresser i andre virksomheder, og som udøver betydelig indflydelse på en eller flere af disse virksomheders driftsmæssige og finansielle ledelse"*.⁸⁸

Det er ikke lovmæssigt defineret, hvad der forstås ved et holdingselskab, men ovenstående anvendes inden for de regnskabsretlige regler, til at omfatte holdingselskaber.⁸⁹

⁸⁶ RR.6.2017.15: *Revisors erstatningsansvar overfor tredjemand for rådgivning*, af Torben Bondrop og Thomas Taguchi.

⁸⁷ RR.6.2017.15: *Revisors erstatningsansvar overfor tredjemand for rådgivning*, af Torben Bondrop og Thomas Taguchi.

⁸⁸ Jf. ÅRL § 22 A, stk. 3, nr. 1.

⁸⁹ *Valg af virksomhedsform*, 2. udg., s.99.

Resten af undtagelserne vedrører hovedsageligt investeringsvirksomheder, en virksomhedsform vi ikke ellers vil beskæftige os yderligere med.

Vi vil ikke beskæftige os med regnskabsklasse C og D, da grænseværdierne her er så høje, at de ikke vil være relevante for vores afhandling.

Som nævnt ovenfor, er der en meget kraftig formodning for, at IVSerne i høj grad faldt under regnskabsklasse B, og flere vil med en vis sandsynlighed også opfylde betingelserne for at kunne fravælge revision. Der er dog ikke nogen formodning for, at dette ikke gjorde sig gældende, når det kom til ApSet, da den reelle forskel på de to var en størrelsesforskel i selskabskapitalen i spændet 1-49.999 kr., og de ellers var omfattet af de samme krav for årsrapport, og derfor skulle overholde de samme grænseværdier.

Alt andet lige, kom valget mellem IVS/ApS ikke til at betyde den store rolle i forhold til årsrapporten, da det, som nævnt, ikke afhænger af valget af selskabet, men af størrelsen, hvis man kigger på de to selskaber alene.

Det fremgår ikke af ÅRL, at der skal være tale om et kapitalselskab, før regnskabskravene for klasse A-C kan finde anvendelse.

Effekten af reglerne for årsregnskaber burde ikke have den store påvirkning på stifters beslutning omkring valget af selskabsform, når det kom til valget mellem IVS/ApS. Dette bunder i, at regnskabsklasserne det forventedes de i opgaven omhandlede virksomheder, faldt under, ikke skelner herimellem.

Dog har det en betydning ved valg af personselskaberne, hvor der ikke er årsregnskabspligt, medmindre alle deltagerne i selskabet ultimativt er kapitalselskaber eller partnerselskaber, jf. modsætningsvis ÅRL § 3, stk. 1, nr. 2 litra a og b.

Det kan dog have en betydning for Staten, såfremt virksomheden ikke lever op til sine forpligtelser/ ikke leverer et tilstrækkeligt årsregnskab. Staten kan ved personselskaberne søge godtgørelse hos ejerne af selskabet, hvorimod der som udgangspunkt ved kapitalselskaberne kun kan søges erstatning i selskabets værdier.

Dette kan især blive problematisk i de situationer, hvor der ikke er revisionspligt, og der derfor heller ikke kan rettes et krav mod revisor. Her kan staten ikke søge godtgørelse i andet end selskabskapitalen, dog med det forbehold, at ledelsen kan blive erstatningsansvarlige efter SEL § 361, såfremt den manglende opfyldelse af forpligtelserne medfører et tab og dette tab skyldes uagtsomhed hos ledelsen (sammenfald med kapitalejerne), og såfremt resten af de almindelige erstatningsregler finder anvendelse, jf. afsnittet om ledelsens ansvar i kapitalselskaber oven for. Det kræver også, at staten beregner sit skatteprovenu på baggrund af den indleverede årsrapport. Dette må der dog være en meget klar formodning for er tilfældet.

Samtidig har staten ikke mulighed for at bede stifter om at stille sikkerhed i sin personlige formue, når det kommer til manglende betaling af skat. De private kreditorer har mulighed for at få stillet sikkerhed for sine tilgodehavender, hvilket ikke er muligt for staten.

Ydermere har kreditorer samt andre tredjemænd ikke samme mulighed for at tjekke selskabets årsrapport, og kan derfor som udgangspunkt kun basere deres viden på det de får oplyst af selskabet.

Såfremt selskabets løbende bogholderi ikke håndteres af et eksternt revisionsselskab eller lignende, har løbende opgørelser af selskabets aktiver/passiver for sin vis ikke nogen værdi for selskabets modparter, da selskabet først revideres i forbindelse med udarbejdelsen af årsrapporten.

Derfor kan selskabet handle uhæderligt frem til første gang selskabet revideres, og kan anvende modpartens tilgodehavender (især skat), og når pengene skal indhentes, er der ikke noget for modparten at søge godtgørelse i.

Beskatning af kapitalselskaber, herunder IVSet

Når det kommer til vurderingen af en selskabsform, er det vigtigt at vurdere de skattemæssige forhold, da det er disse der i sidste ende afgør, hvor meget man får ud af selskabet.

Som tidligere redegjort for, var IVSet en del af kapitalselskaberne. Kapitalselskaberne reguleres af selskabsskattelovens bestemmelser, jf. lovens § 1, stk. 1, nr. 1, der fastslår, at skattepligt i henhold til SSL påhviler indregistrerede aktieselskaber og anpartsselskaber. Bestemmelsen omfatter selskaber hjemmehørende i Danmark, og hjemler altså fuldt skattepligt til Danmark. Selskaber der er fuldt skattepligtige til Danmark, beskattes efter globalindkomstprincippet, hvorved alt skattepligtig indkomst, fra Danmark eller udlandet, i udgangspunktet er skattepligtigt i Danmark. Dette er dog et princip med modifikationer, som vi ikke nærmere vil komme ind på i denne afhandling.

Af lovens § 2, fremgår de situationer hvor et selskab er begrænset skattepligtigt til Danmark. Her er det ikke selskabet (skattesubjektet) der er skattepligtigt, men kun selve indkomsten (skatteobjektet), der er skattepligtigt.

Skattepligten opstår i det øjeblik, hvor selskabet stiftes, jf. § SSL § 4, stk. 1

Vi fokuserer kun på de situationer hvor selskabet er skattepligtigt til DK.

Selskabsskatteloven omhandler beskatningen af selskabet, og således ikke beskatningen af selskabets fysiske deltagere.

Kapitalselskaber er selvstændige skattesubjekter, hvilket vil sige, at indkomst og udgifter beskattes hos selskabet og ikke hos ejeren af selskabet.

Beskatning

Som nævnt i indledningen oven for, reguleres beskatningen af selskabsskattelovens bestemmelser.

Afhandlingen vil ikke minutiøst gennemgå alle de skatteretlige forhold, men vil fokusere på de forhold, der findes mest relevante for denne afhandling.

Beskatning af det skattemæssige overskud i selskabet

Selskabets skattemæssige overskud findes ved at tage de skattepligtige indtægter og fratrække de fradragsberettigede udgifter, og differencen heri imellem udgør så det skattepligtige overskud.

Overskuddet beskattes med 22 %, jf. SSL § 17, stk. 1, 1. pkt., der fastslår, at såfremt selskabet er omfattet af den fulde skattepligt i § 1, stk. 1, beskattes indkomsten med 22 % fra 2016 og de efterfølgende år.

Overskuddet der er tilbage efter der er blevet fratrækket skat, kan så herefter henlægges til selskabets egenkapital, eller det kan udloddes som udbytte til kapitalejerne. Der redegøres for beskatningen af kapitalejerne nedenfor.

I de tilfælde hvor selskabet har et underskud, har selskabet mulighed for at gemme underskuddet til modregning i eventuelle fremtidige overskud, jf. SSL § 12, stk. 1. Såfremt selskabet er en del af en koncern, kan dette underskud også anvendes til modregning i andre selskabers overskud, med de begrænsninger der nu følger af loven.

Såfremt overskuddet efter skat henlægges til egenkapitalen, kan det anvendes i den fremadrettede drift af selskabet, samt anvendes til konsolidering af selskabets kapitalberedskab.

Hertil er det også værd at bemærke, at det ud fra et skattemæssigt synspunkt er billigere at opnå selskabskapitalen på 50.000 ved at opspare overskud i et IVS, for derefter at omregistrere selskabet til et ApS. Såfremt pengene skulle indskydes direkte, ville pengene komme fra indkomst, der var blevet beskattet som personlig indkomst, medmindre selskabet stiftes af et andet selskab. Der gives som udgangspunkt ikke fradrag for indskuddet, da det anses som værende erhvervelse af andele i et selskab, men der gives dog fradrag, såfremt selskabet skulle gå konkurs, hvorved der er tale om et fradragsberettiget tab ved afståelse af andele, jf. aktieavancebeskatningslovens (ABL), § 13, jf. ABL § 1, stk. 1 og 2.

Derfor giver driften som et kapitalselskab altså muligheden for, at overskuddet bliver beskattet lavere, og en større del af overskuddet kan anvendes til at konsolidere kapitalen i selskabet, eller de kan geninvesteres således, at pengene kan anvendes til at forbedre dets position.

Dette er især fordelagtigt i de selskaber, hvor der kræves investeringer.

Hvis selskabet anvendes til at drive et serviceerhverv, for eksempel håndværkervirksomhed eller konsulentvirksomhed, er der et mindre behov for kapital. Dog kan der være situationer hvor der er behov for at investere kapital i virksomheden, men ellers skal kapitalen mest benyttes til at holde den løbende drift kørende.

Ved start-ups, hvor der er et produkt involveret, det kan for eksempel være en applikation til telefonen, en ny hjemmeside, eller nye opfindelser i det hele taget, er det nødvendigt med kapital til at udvikle produkterne og sikre produkterne bliver eksponeret. Ydermere kan der være behov for kapital til at få sat en produktion i gang, skulle det være et fysisk produkt. Start-ups har derfor generelt behov for et større kapitalberedskab frem for de rene servicevirksomheder, hvor det er arbejdskraften, der er det væsentligste aktiv.

Beskatning af deltagerne

Såfremt deltagerne i et IVS/andre kapitalselskaber ønskede at få penge ud til sig selv, er der overordnet to kategorier af muligheder:

- Personlig indkomst: Vederlag og andre lignende komponenter
- Aktieindkomst: Udlodning af udbytte

Vederlag og andre lignende komponenter

En måde hvorved kapitalejerne kan få penge ud til sig selv er ved at udbetale det som vederlag.

For at der kan være tale om vederlag eller lignende ydelser, er det et krav, at pengene betales som modydelser til arbejde udført for selskabet. I de tilfælde hvor, at det betalte beløb ikke stemmer overens med den ydede arbejdsindsats, kan der i stedet være tale om maskeret udbytte.⁹⁰

Personlig indkomst omfatter al indkomst, der indgår i den skattepligtige indkomst, og som *ikke* er kapitalindkomst, jf. personskatteloven § 3, stk. 1, og ikke er aktieindkomst jf. PSL § 4 A.

Den gennemsnitlige beskatning af positiv indkomst lå på ca. 36 % i 2016. Sammenligner man beskatningen af kapitalindkomst og anden indkomst hos fysiske personer, er den marginale beskatning nogenlunde den samme, hvorfor det for stifter i sidste ende ikke har den store effekt, om det bliver udbetalt som vederlag eller udbytte. Den store forskel ligger i muligheden for konjunkturudligning.

Aktieindkomst

Fysiske personer

Evt. overskud kan udloddes som udbytte.

Dette beskattes som aktieindkomst, jf. PSL § 4a, stk. 1, nr. 1, der hjemler til ligningslovens (henvises til som LL) § 16 A. Aktieindkomst er hverken personlig indkomst eller kapitalindkomsten, men er sin egen kategori.

Jf. LL § 16 A, stk. 1, medregnes udbytte af aktier, andelsbeviser og lignende værdipapirer i den skattepligtige indkomst. Jf. bestemmelsens stk. 2, nr. 2, henregnes alt, der af selskabet udloddes til dets aktuelle aktionærer eller andelshavere. I opgavens tilfælde er denne betingelse opfyldt for stifter(kapitalejer), hvorved sådan en udlodning omfattes af bestemmelsen om kapitalindkomst i PSL § 4.

Maskeret udbytte omfattes ligeledes af LL § 16 A.⁹¹

Aktieindkomst beskattes kun med 27% op til de første 54.000 kr. i aktieindkomst (2019-tal)⁹², og herefter beskattes resten med 42%, jf. henholdsvis PSL § 8 a, stk. 1 og PSL § 8 a, stk. 2.

Aktieindkomsten medregnes ved opgørelsen af grænserne for bundfradrag og topskatten.

Dette har især en betydning, grundet det progressive skattesystem.

Såfremt man som kapitalejer har anden indkomst, eller at indkomsten i selskabet i nogle år er højere end

⁹⁰ Den juridiske vejledning C.B.3.5.2.2 - <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1946438>

⁹¹ Den juridiske vejledning C.B.3.5.1 - <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1946434>

⁹² Når du køber og sælger aktier og værdipapirer - <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2234844>

andre år, giver det mulighed for kapitalejeren til at udskyde udbetalingen af udbyttet, og derved undgå at skulle betale topskat.

Dette kan være særligt relevant for de kapitalejere, hvor selskabet de ejer andele i, ikke er deres primære/eneste indtægtskilde.

Fordelen ved ikke at udbetale vederlag, men i stedet udbetale udbytte, er altså muligheden for at udskyde indkomsten fra selskaber til de år, hvor indtægten ellers er lav.

Juridiske personer

Såfremt deltageren er et holdingselskab, antages det i denne opgave, at selskabets andele som minimum overstiger 10% af andelene, at datterselskabet er skattepligtigt uden fritagelse i staten hvor den er hjemmehørende, og at denne stat udveksler oplysninger med Danmark, hvorved der er tale om datterselskabsaktier, jf. aktieavancebeskatningslovens § 4 A. Derved sker der ikke beskatning af udbyttet fra datterselskabet til holdingselskabet, jf. SSL § 13, stk. 1, nr. 2.

Personsselskaberne

Personsselskaberne er samlebetegnelsen for den type selskaber der ikke er omfattet af Selskabsloven. Der er således tale om selskaber, der ikke opfylder betingelserne for at være anparts- eller aktieselskab (kapitalselskab), og derfor modsætningsvist, og af den årsag alene, så vil disse selskaber automatisk defineres som værende personsselskaber.

Der er således ingen lovregulering af de materielle regler for personsselskaber, dog med den modifikation, at regler overfor tredjemand er præceptive. Regler i det indbyrdes forhold mellem personsselskaberne er deklaratoriske.

Retssubjektivitet og juridiske personer

Fælles for alle typer personsselskaber, gælder det, at de er retssubjekter, men *ikke* skattesubjekter. Statussen som retssubjekt er også gældende i skatteretten.⁹³

Et selskab eller en virksomhed der er selvstændigt retssubjekt har på baggrund af dette mulighed for at indgå i forpligtende retsforhold i eget navn.

Afgørende i bedømmelsen af om et selskab eller en virksomhed er et selvstændigt retssubjekt, er bl.a. om tredjemand er i stand til at identificere hvem det egentlig er, som tredjemand har indgået et retsforhold med. Der er dermed indirekte også behov for at beskytte tredjemand i tilstrækkeligt omfang til at retshandlinger kan indgås uden der hersker tvivl om hvem der er pligtsubjekterne i virksomheden. Der opstilles eksempelvis i KSL §41, stk. 1 et krav om at et ApS og et A/S anerkendes som selvstændige retssubjekter.

Retspraksis har igennem tiden taget stilling til hvornår der er tale om selvstændig retssubjektivitet for personsselskaber.⁹⁴

Juridiske personer er et begreb, der anvendes for at sikre sig at selskaber/samvirker, som ikke består af fysiske personer, alligevel bliver omfattet af den lovgivning de er tiltænkt at være omfattet af.⁹⁵ Begrebet er sammenfaldende med retssubjektiviteten, men den endegyldige definition og opfattelse af en juridisk person er et yndet diskussionsemne i litteraturen. Vi har valgt at gå med Søren Friis Hansens definition, hvor begrebet er et samlebegreb for en række retsvirkninger mellem selskaber og omverden/tredjemand.⁹⁶

Hæftelse

For et personsselskab er der krav om at mindst én deltager hæfter personligt for selskabets gæld. Findes der ikke en personligt hæftende deltager i selskabet, så vil selskabet enten være omfattet af SEL, eller i de LEV oplistede undtagelser. Disse undtagelser bliver nævnt undervejs i redegørelsen for personsselskabsformer. De forskellige hæftelsesformer kan oplistes som følgende:

A) Solidarisk hæftelse:

Hvis flere hæfter, så er hver enkelt forpligtet til at erlægge hele ydelsen/kravet

B) Pro rata hæftelse:

⁹³ *Introduktion til selskabsretten* s. 27 ff.

⁹⁴ Der er således ikke længere tvivl om, at kommanditselskaber og interessentskaber betragtes som selvstændige retssubjekter.

⁹⁵ Se eksempelvis straffeloven §26

⁹⁶ *Introduktion til selskabsretten* s. 28.

Hvis flere hæfter, så kan kreditor kun fordré en bestemt del af skylden hos hver deltager. Bemærk dog at dette kun er muligt for partsrederier, og at denne hæftelsesform derfor er en undtagelse.⁹⁷

C) Personlig hæftelse

Personlig hæftelse er udtryk for at selskabsdeltageren hæfter ubegrænset og med hele sin formue.

D) Principal hæftelse

Når hæftelsen indtræder.

Den personlige hæftelse for en personselskabsdeltager er altid solidarisk, hvorfor man kan risikere at hæfte for sine medkontrahenters gæld, hvis de ikke kan betale. Der tales i litteraturen om *”én for alle og alle for én”*.

Årsregnskab

Personselskaberne kan undlade at aflægge årsrapport efter ÅRL’s bestemmelser, men kan dog vælge at aflægge frivillig årsrapport, hvor selskaberne så vil være omfattet af bestemmelserne for regnskabsklasse A, jf. ÅRL § 7, stk. 1, nr. 1, jf. ÅRL § 4, stk. 6.

Dette betyder, at man ikke har pligt til at offentliggøre regnskaber. Dette vanskeliggør gennemsigtigheden for tredjemand, da de således ikke har mulighed for at danne sig et indtryk af virksomhedens økonomi, sammenholdt med afsnittet ovenfor, hvor det heller ikke er en pligt at registrere sig som personselskab, hvilket også begrænser tredjemandens mulighed for at danne sig et overblik over den ledelsesmæssige struktur i virksomheden.⁹⁸

Lov om visse erhvervsdrivende virksomheder. (LEV)

For de ovennævnte personselskaber, har man derfor indført Lov om visse erhvervsdrivende virksomheder. Baggrunden for loven udsprang fra et ønske om at samle alle (ulovregulerede) erhvervsdrivende virksomheder i én enkelt lovgivning⁹⁹, og startede i første omgang også med at hedde *”lov om erhvervsdrivende virksomheder”*, med ikrafttræden d. 1. januar 1995.

Sidenhen måtte man ændre lovens navn til den eksisterende form, som vi kender den i dag, med ikrafttræden d. 1. januar 2002.

Denne lov er en opsamlingslov for alle de ikke-lovregulerede selskaber, og indeholder bl.a. definitionerne af interessentskabet (I/S) og kommanditselskabet (K/S).

Selve lovens anvendelsesområde findes i §1, og definitionen af betegnelsen virksomhed findes i LEV § 1, stk. 2, og definitionen af erhvervsdrivende findes i LEV §1, stk. 3.

Selvom loven ikke formåede at samle alle de erhvervsdrivende virksomheder, så er lovens formål stadig klar;¹⁰⁰ og dette er at have en klar adskillelse mellem virksomheder med økonomisk gevinst for øje (de faktiske erhvervsdrivende, jf. LEV §1, stk. 4) og de ideelle foreninger, som ikke falder indenfor lovens anvendelsesområde, og ikke nødvendigvis er sat i verden med formueforøgelse som formål.

⁹⁷ Proratarisk hæftelse vil ikke blive gennemgået yderligere, da det ikke er relevant for vores afhandling.

⁹⁸ *Erhvervsbeskatning* s. 269.

⁹⁹ *Erhvervsbeskatning* s. 275 ff.

¹⁰⁰ Omend selve ordvalget *”formål”* kritiseres i litteraturen: *Erhvervsbeskatning* s. 276

Fælles for alle de typer virksomhed der står positivt nævnt i lovens §2 er, at disse ikke er omfattet af selskabsloven.

Selvom der i ovenstående redegørelse om personselskaber står skrevet, at der ikke findes nogle materielle regler for personselskaberne, så findes der dog undtagelsesvist i LEV nogle få materielle regler, så dette udsagn er ikke helt korrekt, omend det er det klare udgangspunkt for personselskaber, at de ikke er materielt regulerede.

I LEV findes blandt andet reglerne for navn, prokura og medstrafbestemmelser.

Uanset disse få materielle regler, så må Lov om Visse Erhvervsdrivende Virksomheder alene anses for at være en rammelov.

Deltagere i et personselskab kan ikke modtage udbyttebetalinger fra personselskabet, da beskattningen sker hos selskabsdeltagerne, og alle aktiver og passiver 'strømmer direkte igennem' virksomheden og til deltagerne.

Der kan derfor, jf. ovenstående heller ikke udbetales løn til sig selv som personselskabsdeltager, da indkomsten allerede opgøres i sin personlige indkomst. Et personselskab kan dog godt have almindeligt ansatte (lønmodtagere).

Transparensprincippet

Skatteretligt, så er det overordnede udgangspunkt, at alle personselskaber ikke er selvstændige skattesubjekter, og derfor er transparente enheder.¹⁰¹ Skattesubjektiviteten påhviler derfor selskabsdeltagerne, og ikke selskabet, hvorfor beskattning sker i deltagerens personlige indkomst, jf. modsætningsvist SEL §1 og FBL§1.¹⁰²

Den skatteretlige transparens kan enten være begrænset eller total. Begrænset transparens gælder, når selskabet selv indeholder indtægter og udgifter, og som derfor også selv foretager indkomstopgørelsen. I dansk ret er det totale transparensprincip udgangspunktet, hvor indkomstopgørelsen foretages af selskabsdeltagerne, og selskabet ikke skatteretligt anses for et selskab, hvorfor beskattningen passerer igen gennem personselskabet og videre til selskabsdeltagerne.¹⁰³

Transparensen medfører at indkomst fra virksomheden beskattes som personlig, mens der samtidig kan gives fradrag for underskud i den personlige indkomst, det vil sige, at de fradragsberettigede udgifter overstiger de skattepligtige indtægter, jf. SL § 6.

For alle personselskaber blev der vedtagelsen af lovforslag L103 stillet et skærpet krav om aktiv deltagelse, hvis man skulle opnå retten til at kunne fradrage tab i sin personlige indkomst, jf. PSL §13, stk. 6¹⁰⁴. Kravet for at være aktiv deltager afspejler samme betragtning, som der gælder ved etablerings- og iværksætterkontoloven.¹⁰⁵

¹⁰¹ *Erhvervsbeskatning* s. 357

¹⁰² *Indledning til selskabsretten* s. 298 + *Skatteretten bind II* s. 243

¹⁰³ *Erhvervsbeskatning* s. 359+360

¹⁰⁴ Lovforslag L103 blev vedtaget, med ændring af PSL §13, stk. 7. I den gældende personskattelov optræder kildeartsbegrænsningen i §13, stk. 6.

¹⁰⁵ *Erhvervsbeskatning* s. 369

Driver man ikke virksomheden som sit primære erhverv, eller driver man virksomhed, hvor man ikke møder kravene for at være aktiv selskabsdeltager, er man altså i begrænset af underskuddet.

Hvis du alene optræder som passiv investor, som man eksempelvis har set hos især K/Set og senest de såkaldte 10-mandsprojekter, så er man nu kildeartsbegrænset, hvorfor man alene vil kunne fradrage et underskud i fremtidige overskud i virksomheden.

Virksomhedsskatteloven

Virksomhedsordningen

For personer der driver selvstændig erhvervsvirksomhed igennem et transparent selskab, kan man anvende virksomhedsordningen, jf. Virksomhedsskatteloven (VSL) §1.

Denne ordning giver den erhvervsdrivende mulighed for at spare op i virksomheden, hvilket har den direkte betydning for den (de) selvstændigt erhvervsdrivende, at indkomst/overskud beskattes midlertidigt med den lavere selskabsskattesats, i stedet for at overskuddet bliver beskattet direkte i den personlige indkomst, til en højere skattesats.

For at kunne anvende virksomhedsordningen, er det påkrævet, at selskabets økonomi er adskilt fra selskabsdeltagernes privatøkonomi, og skulle man som selvstændig erhvervsdrivende ønske at benytte sig af virksomhedsordningen, så skal det oplyses i sin selvangivelse, og ordningen kan tilvælges ved at bruge sit nemID.

Ved anvendelse af virksomhedsordningen, kan noget af indkomsten fra selskabet rykkes fra personlig indkomst til kapitalindkomst. Dette vil vi yderligere redegøre for under kapitalafkastordningen.

En anden fordel ved ordningen er, at den erhvervsdrivende kan trække nettorenteudgifter fra, når virksomhedens skattepligtige indkomst skal opgøres (den personlige indkomst). På den måde opnås der en højere skatteværdi af rentefradrag. Det er dog en betingelse, at lånene skal indgå i virksomhedsordningen.

Hvis du som skattepligtig til Danmark driver flere virksomheder, og du benytter dig af virksomhedsordningen, skal alle disse virksomheder behandles som én virksomhed, jf. VSL §2, stk. 3.

Det har dog ikke indflydelse på kildeartsbegrænsningen af fradragsmulighederne, da hver virksomhed stadig skal føre separat regnskab, og man på den måde stadig vil kunne identificere over- og underskud i hver virksomhed.¹⁰⁶

For virksomhedsstifteren kan denne ordning være et oplagt tilvalg, da man med virksomhedsordningen har mulighed for at opspare kapital i de gode år, og samtidig undgå at betale topskat, for så at 'hæve' på opsparingen i virksomheden i de dårlige år, så man på den måde får udjævnet indkomsten over en årrække.

Virksomhedsordningen stiller dog krav til bogføring og regnskabsmæssig adskillelse, jf. VSL §2 hvorfor der for den mindre regnskabskyndige virksomhedsstifter kan være yderligere udgifter betonet med valget af denne ordning, da der kan være behov for regnskabsmæssig bistand.

¹⁰⁶ Om kildeartsbegrænsning ved anvendelse af virksomhedsordningen, se afsnit nedenfor om beskatning i personselskab.

Har man ikke behov for alle fordelene ved virksomhedsordningen, kan man eksempelvis benytte kapitalafkastordningen, som behandles i afsnittet lige nedenfor.

Kapitalafkastordningen

Hjemlen til at anvende kapitalafkastordningen findes i virksomhedsskattelovens kapitel 7a. I VSL §22a, stk. 1, fremgår det, at man som alternativ til virksomhedsordningen kan vælge at beregne et kapitalafkast, som vil blive modregnet i den erhvervsdrivendes personlige indkomst, og tillagt kapitalindkomst i stedet.

Kapitalafkastordningen, er ligesom med virksomhedsordningen et alternativ, som den selvstændige erhvervsdrivende kan vælge at anvende. Denne ordning er groft sagt en forenklet udgave til virksomhedsordningen, og er et alternativ for de erhvervsdrivende, der ikke har behov for alle de muligheder, som virksomhedsordningen tilbyder.

Kapitalafkastordningen kan kun anvendes af de erhvervsdrivende, som også vil kunne anvende virksomhedsordningen, jf. §22a, stk. 1, 1. pkt.

Anvendelse af kapitalafkastordningen kræver ikke regnskabsføring, hvorfor den udgiftsmæssigt bedre kan give mening for de mindre erhvervsdrivende, da denne løsning derfor heller ikke kræver regnskabsmæssig bistand.

Anvendelse af kapitalafkastordningen er i et mindre omfang end virksomhedsordningen en lempelse af beskatningen i forhold til hvis man som selvstændig erhvervsdrivende alene skulle beskattes efter PSL, da man har mulighed for at opbygge en opsparing i virksomheden, og på den måde undgå at skulle betale topskat. Det bemærkes dog hertil, at man alene har mulighed for at lave en såkaldt *konjunkturudligning*, hvorfor man alene har mulighed for at opspare 25% af årets overskud, jf. VSL §22B.

Kapitalafkastordningens overordnede funktion er at beregne kapitalafkast af virksomhedens aktiver. Ved at gøre dette, så vil det beregnede kapitalafkast fragå den personlige indkomst, og i stedet tillægges som kapitalindkomst.

Grundlaget for beskatningen ved anvendelse af kapitalafkastsordningen følger reglerne i personskatteloven, så der er således ikke tale om, at virksomheden skal indberette indkomster og udgifter. Denne opgørelse foretages af selskabsdeltager(ne).

Gæld frases som hovedregel ved denne ordning.

For den mindre virksomhed, så er kapitalafkastordningen et godt alternativ til virksomhedsordningen, da den er mindre omfattende, og mindre ressourcekrævende, og har man ikke den helt store gennemstrømning af økonomi i de første år af virksomhedens levetid, så kan denne ordning økonomisk være et bedre valg, hvis virksomheden ikke er egnet til at udnytte alle de fordele, som virksomhedsordningen giver. Det bemærkes hertil, at man i samme indkomstår ikke kan anvende både virksomhedsordningen og kapitalafkastordningen. Det er enten eller, men frem til 1. juni (hvert år), kan man uden begrundelse ændre sit valg af ordning uden begrundelse.¹⁰⁷

¹⁰⁷ Fra juridisk vejledning

Forskellige personselskabsformer + Enkeltmandsvirksomhed

Interessentskabet (I/S)

Uanset om du driver et registreret interessentskab, eller din virksomhed blot falder ind under bestemmelsen, så har du ret til at benytte dig af selskabsbetegnelsen I/S. Der er således ikke et krav om at man anvender betegnelsen, som der modsætningsvist er krav om, hvis du driver et kapitalselskab, som er omfattet af bestemmelserne i SEL.

Interessentskabet er den selskabsretlige residualform. Det betyder kort sagt, at hvis en virksomhed/et selskab ikke kan defineres som andet, så er det pr. definition altid et interessentskab.

I/S Som retssubjekt

Definitionen på Interessentskabet findes i LEV §2: *"Ved et interessentskab forstås i denne lov en virksomhed, hvor alle deltagerne hæfter personligt, uden begrænsning og direkte for virksomhedens forpligtelser"*

Opfattelsen af Interessentskabet som (rets)subjekt kan variere fra lovgivning til lovgivning. I eksempelvis straffeloven, så anses I/Set for at være en juridisk person, som kan være genstand for retsforfølgning, jf. Straffeloven, jf. STRFL §26.

Selskabsretligt, så er det hensigtsmæssigt at betragte I/Set som retssubjekt, da der er et behov for at sikre fælleskreditorernes forrang til selskabets/samvirkets formue ved en eventuel konkurs.

Dette blev der taget stilling til allerede i dommene U1921.959H & U1936.1007Ø, hvor det blev slået fast, at et interessentskab havde egenskab af selvstændigt retssubjekt.

I medfør af at Interessentskabet møder anerkendelse af deres retssubjektivitet, så opnår det også automatisk parts- og procesevne, hvorfor det i kraft af at være et selskab kan sagsøges og blive sagsøgt.¹⁰⁸

I/S har i kraft af at være retssubjekt egne rettigheder og pligter, og er i stand til at indgå aftaler på vegne af selskabet/virksomheden.

Selvom I/Set er et retssubjekt, er det dog ikke et skattesubjekt.

Det klassiske interessentskab er skattetransparent, hvorfor beskatning sker i deltagerens private indkomst. Interessenterne kan uafhængigt vælge om de vil benytte sig af virksomhedsordningen eller kapitalafkastordningen, jf. gennemgangen ovenfor.

Deltagerkrav

Det er en ufravigelig betingelse, at der skal være mindst to selskabsdeltagere, for at der kan være tale om et interessentskab. Et interessentskab vil automatisk opløses ved konfusion,¹⁰⁹ hvis antallet af deltagere

¹⁰⁸U.2012.884H - Domstol skal afvise sagsanlæg mod samvirker (samejer), men kan godt behandle sager med-/mod interessentskaber.

¹⁰⁹ Der sker sammenfald/sammensmeltning.

skulle falde til en enkelt deltager. Der findes dog ingen øvre grænse for hvor mange selskabsdeltagere der kan være i denne selskabsform.

Deltagerne i et I/S skal alle være selvstændige retssubjekter. Den fælles erhvervsvirksomhed er et nødvendigt led i definitionen af I/Set. Der er ikke noget krav om, at interessenterne i et I/S er fysiske personer, hvorfor der som udgangspunkt godt kan forekomme interessentskaber, hvor interessenterne er kapitalselskaber, eksempelvis to kapitalselskaber, har indgået aftale om drift af en fælles erhvervsvirksomhed. For denne type selskabskonstellationer stilles der dog nogle skærpede krav, hvilket gennemgås nedenfor. For de tilfælde hvor der alene er en enkelt selskabsdeltager, vil man jf. ovenstående redegørelse ikke opfylde kriterierne for at drive et interessentskab.

Den selskabsretlige definition kan helt overordnet oplistes i følgende betingelser:

- Et på aftale baseret samvirke
- Mellem to eller flere selskabsdeltagere
- Om drift af en fælles erhvervsvirksomhed
- Hvor deltagerne hæfter personligt og solidarisk for selskabets gæld¹¹⁰

For den enkelte virksomhedsstifter er interessentskabet ikke relevant, da der som nævnt ovenfor er krav om et selskabsdeltagerantal på minimum 2.

Det kan næppe tænkes, at man kan finde en udefrakommende, som ønsker at være stråmand i netop et interessentskab, da de ikke kan komme udenom at skulle hæfte personligt og solidarisk.

*”Ægtefællemodellen”*¹¹¹ er en anden alternativ måde at omgå deltagerkravet på. Netop ved at inddrage sin ægtefælle i selskabet. Fordeling af overskud kan fordeles imellem ægtefæller, jf. KSL §25a, stk. 8, og for selskabsstifter kan der være en fordel i at benytte ægtefællemodellen. Der er dog krav om at begge ægtefæller skal deltage i driften og i ”ligeligt” omfang, jf. KSL §25a, stk. 8, 1. pkt.

Anvendelse af ægtefællemodellen bevirker at begge ægtefæller anses for at være selvstændige erhvervsdrivende, hvorfor begge har mulighed for at benytte virksomheds-/kapitalafkastordningen. Det skal dog bemærkes at begge ægtefæller hæfter personligt og solidarisk, i overensstemmelse med reglerne interessenters hæftelse, som er redegjort ovenfor. Med denne konstellation afskriver man sig derfor også fra muligheden for at ’sikre’ aktiver hos sin ægtefælle, som dermed ikke vil være genstande for konkursforfølgelse/kreditorforfølgelse ved en konkurs, da hele deres personlige formue nu vil indgå ved konkursen.

Kapital

Der er ikke krav om indskud af kapital for et I/S. Det betyder, at du kan starte med at drive virksomhed så snart idéen til opstart er opstået. De forskellige grundlag for dannelse af I/S gennemgås i afsnittet omkring registrering nedenfor.

¹¹⁰ *Introduktion til dansk selskabsret* II, s. 36

¹¹¹ *Valg af virksomhedsform* s. 51

Da der ikke er noget krav til indskud af kapital, er denne selskabsform et alternativ til kapitalselskaberne, for de stiftere, der enten ikke har muligheden for at skaffe kapital til stiftelse af ApS, eller som ikke finder det fordelagtigt at anvende IVSet, blandt andet grundet den materielle regulering af selskabet. Ydermere kan selskabet stiftes fra dag-til-dag, og er dermed en "hurtigere" løsning.

Der kan frit foretages tilførsel af aktiver i et I/S.¹¹² Dette kan enten være brugsretten til aktivet, eller selve aktivet. Dette skal dog ikke forveksles med apportindskud, da et I/S ikke kan have en selskabskapital.

Registrering

I Danmark er registrering ikke en betingelse for retssubjektiviteten, men for at et interessentskab kan anses som retssubjekt i udlandet, så kan registrering være et krav. Det skal også hertil bemærkes, at hvis samtlige interessenter er kapitalselskaber (IVS, ApS -/ A/S), så er det påkrævet, at selskabet registreres i CVR-registret, da oplysninger om dette skal være offentligt tilgængeligt, jf. LEV § 2, stk. 3. Årsagen til dette krav er i sin enkelthed at beskytte kreditorer, som indgår aftale med disse selskaber, da hæftelsen pludselig begrænser sig til den formue der er i de bagvedliggende selskaber. Hæftelsen er stadig ubegrænset, men da interessentskaberne er kapitalselskaber (eksempelvis IVSer), så har de mulighed for at 'styre' hvor stor formue de vil hæfte ubegrænset med, hvorfor det er nødvendigt med denne registrering, af hensynet til tredje-
mand.

Aftale som grundlag for I/S

Som hovedregel gælder der ingen formkrav ved tilblivelsen af et interessentskab.

Der er således ikke krav om formalia ved stiftelsen af et interessentskab, og som følge heraf kan et interessentskab stiftes ved aftale, eller ved stiltiende adfærd. Ved stiltiende adfærd forstås, at to eller flere deltagere kan anses for at have stiftet et interessentskab, også uden forudgående aftale, ved eksempelvis at to håndværkere udfører et bestillingsarbejde i fællesskab. Dette kaldes også for konkludent adfærd, når ens adfærd er egnet til at få andre til at tro at man vil forpligte sig.¹¹³

Der findes dog undtagelsesvist registreringspligtige interessentskaber, og disse fremgår af LEV. Disse interessentskaber er kendetegnet ved, at selskabsdeltagerne er kapitalselskaber, og derfor ikke hæfter ubegrænset i samme omfang, som eksempelvis en privatperson.

Aftalefriheden kan dog ikke udstrækkes i et videre omfang, end at hensynet til kreditorerne skal varetages. Der kan derfor ikke indgås aftale om stiftelse af et I/S, hvor hæftelsen overfor kreditorer afviger fra betingelserne i afsnittet nedenfor.

Rent internt kan der aftales hvordan overskudsdeling m.m. ønskes fordelt, men forpligtelser overfor tredje-
mand er præceptive, og kan ikke fraviges ved intern aftale.

Rettigheder kan tinglyses på vegne af I/S. Det er ikke et krav at interessenterne anføres i adkomstdokumentet.

For virksomhedsstifteren er denne selskabsform oplagt, hvis man får en hurtig idé, og start-up'et ikke er voldsomt tyngende kapitalmæssigt. Det man dog skal have for øje ved interessentskabet er bl.a. kravet om minimum to selskabsdeltagere, og den personlige hæftelse, som ikke kan fraviges ved aftale, jf. ovenstående redegørelse.

¹¹² *Introduktion til dansk selskabsret II*, s. 72+73

¹¹³ Denne definition er taget fra juridisk ordbog.

Interessenternes hæftelse:

Udgangspunktet for hæftelsen i et Interessentskab er identisk med den generelle hæftelsesform for personselskaber: Man hæfter personligt og solidarisk med hinanden.

Hovedreglen efter dansk ret er en direkte og modificeret subsidær hæftelse, hvilket betyder, at kreditorer i eksempelvis et interessentskab først skal rejse kravet mod I/Set, og først ved manglende opfyldelse fra selskabets side, og efter rimelig frist, så kan rette krav mod interessenterne.¹¹⁴

Om kreditortyper og forrangsprincippet.

Der findes to typer kreditorer: særkreditorer og fælleskreditorer.

Forrang til interessentskabet er fælleskreditorerne, som også kan kaldes for selskabskreditorerne.

Det betyder, at kreditorerne, som alene har et krav mod én af interessenterne må afvente fælleskreditorernes krav.

Kommanditselskaber (K/S)

Definitionen på et K/S findes i LEV §2, stk. 2: *"Ved et kommanditselskab forstås en virksomhed, hvor en eller flere deltagere, komplementarerne, hæfter personligt, uden begrænsning, og hvis der er flere solidarisk for virksomhedens forpligtelser, mens en eller flere deltagere, kommanditisterne, hæfter begrænset for virksomhedens forpligtelser."*

Et K/S er i øvrigt underlagt samme regler som et personselskab. Dette betyder, at de på samme måde som de øvrige personselskaber, ikke opfylder betingelserne for at kunne defineres som et kapitalselskab, men stadig kan sagsøge og blive sagsøgt, hvorfor det alt andet lige må kunne konkluderes, at denne type selskab er et selvstændigt retssubjekt.¹¹⁵

Kommanditselskabet hører under kategorien personselskab, hvorfor det klare udgangspunkt for denne selskabsform er, at alle selskabsdeltagerne hæfter ubegrænset, personligt og solidarisk, jf. gennemgangen ovenfor om personselskaber.

Det helt særlige ved denne selskabsform, som adskiller sig fra de øvrige personselskaber, og især interessentskabet er, at man har tilføjet en selskabsdeltagertype, som alene hæfter med sin tegnede kapital. Med indførelsen af denne ekstra deltagertype, så adskiller denne selskabsform sig derfor markant fra de øvrige personselskaber, da der i K/Set findes deltagere med begrænset hæftelse.

Som nævnt ovenfor, så findes der to typer selskabsdeltagere i et K/S:

Komplementaren

Denne hæfter personligt og ubegrænset, jf. LEV §2, stk. 2. Der er ikke krav til antallet af komplementarer, men der er krav om, at der minimum er én selskabsdeltager, som er komplementar. Findes der flere komplementarer i et K/S, så hæfter disse solidarisk.

¹¹⁴ U1998.183Ø+U2009.256Ø – se *Introduktion til dansk selskabsret II*, s. 108+109

¹¹⁵ *Erhvervsbeskatning*, s. 298

Bestemmelsen i LEV §2, stk. 2 er præceptiv overfor tredjemand, og kan ikke fraviges, hvorfor komplementaren altid hæfter personligt og ubegrænset.

Den eneste undtagelse til dette udgangspunkt er kapitalkommanditselskaberne, som vil blive behandlet i et afsnit for sig.

Komplementaren skal have forvaltningsmæssige beføjelser, jf. LEV §2, stk. 2, sidste punktum.

Kommanditisten

Denne deltagertype har en indirekte begrænset hæftelse, og hæfter alene med sit tegnede indskud. Deres hæftelse er dog stadig solidarisk, dog begrænset til deres indskud, jf. LEV §2, stk. 2.

Den indirekte hæftelse, skal forstås således, at selskabet har ret til at kræve det tegnede indskud indbetalt.¹¹⁶

Historisk set, så har kommanditselskabet været genstand for en masse skattetænkning, og forskellige konstellationer, hvor man som kommanditist har haft mulighed for at påvirke sin personlige beskatning, gennem deltagelse i et K/S. Her tænkes der eksempelvis på 10-mandsprojekterne, hvor man som passiv investor især investerede i afskrivningsberettigede vindmølleprojekter i udlandet, hvor man som følge heraf havde mulighed for at undgå marginalbeskatningen ved topskatten, da man kunne benytte fradraget fra 10-mandsprojektet direkte i sin personlige indkomst, og tilmed kunne man videregive det ubenyttede fradrag videre til sin ægtefælle.

Derfor vedtog lovgiver som nævnt en kildeartsbegrænsning for de passive investorer, som medførte at man ikke længere kunne optræde som passiv deltager og opnå fradrag i den personlige indkomst, hvis der var underskudsgivende regnskaber.

Kildeartsbegrænsningen medfører, at man ikke kan fratrække underskud i den øvrige skattepligtige indkomst, men at underskuddet skal fremføres til modregning i fremtidig indkomst fra samme virksomhed, jf. PSL §13, stk. 6.

Der gælder som hovedregel ingen registreringspligt for et kommanditselskab, men selskabet har pligt til at føre en fortegnelse over samtlige komplementarer og kommanditister der er i virksomheden, jf. Skattekontrollen §3a, stk. 2, jf. LEV §2, stk. 2, da det med introduktionen af en ny type selskabsdeltager er vigtigt for både deltagere og omverdenen at vide, hvordan især hæftelserne gælder for selskabet.

Kapitalkommanditselskabet

Undtagelsesvist, så findes der også kapitalkommanditselskabet. Disse kommanditselskaber adskiller sig fra den klassiske hæftelsesregel hos personselskaberne, da man i kapitalkommanditselskabet har begrænset hæftelse.

Dette kan lade sig gøre ved, at man lader komplementaren (som der som udgangspunkt hæfter personligt) være et kapitalselskab med begrænset hæftelse. Hæftelsen for komplementaren er på sin vis stadig ubegrænset, hvorfor hele formuen i selskabet, der optræder som komplementar, vil være genstand for retsforfølgelse, hvis man i kommanditselskabet ikke kan leve op til sine økonomiske forpligtelser.

Dog er man som tredjemand/kreditor med denne selskabskonstellation afskåret fra at gå efter den personlige formue hos ejerne af kapitalselskabet, grundet netop det faktum, at komplementaren er et kapitalselskab.

¹¹⁶ *Introduktion til dansk selskabsret II*, s. 174

I modsætning til kommanditselskabet i sin oprindelige/klassiske form, så gælder der for kapitalkommanditselskabet en registreringspligt, jf. LEV §2, stk. 3, sammen med at de skal aflægge et årsregnskab jf. ÅRL §3, stk. 1, nr. 2.

For de tilfælde, hvor man ønsker tilføjelse af kapital ved passive investorer, altså de tilfælde hvor man har brug for penge, men ikke ønsker for meget interferens med deltagere, så kan denne selskabsform være et oplagt valg, da man mod en overskudsdeling kan få tilført kapital fra investorer, som ikke nødvendigvis skal deltage i den daglige ledelse og drift.

For investors side har kildeartsbegrænsningen i PSL §13, stk. 6 dog medført, at der ikke (for de passive investorer) er de samme skattemæssige fordele, som der tidligere har været. De såkaldte 10-mandsprojekter var populære fordi de netop kunne benyttes til at undgå at betale topskat.

Kommanditselskabet bruges stadig som en yndet selskabsform, når det kommer til investeringer, men det vil for det meste ikke være ved fortsættende virksomhedsdrift, men i høj grad projektbaseret, som for eksempel investeringer i et byggeri, vindmøller el.lign.

Kapital

Da der ikke er noget krav til selskabskapital, og man internt i virksomheden selv kan aftale hvor meget kapital man vil tegne sig for, så er denne selskabsform oplagt, hvis du gerne vil tilføre passive investorer, som ikke ønsker at deltage aktivt i virksomhedens drift.

Set fra et skatteretligt perspektiv, så følger K/Set samme udgangspunkt, som personselskaberne, hvorfor K/Set er skattemæssigt transparent, og skattesubjektiviteten som følge heraf påhviler selskabsdeltagerne, jf. SEL §1 og FBL §1 modsætningsvist.¹¹⁷

Enkeltmandsvirksomheden

Enkeltmandsvirksomheden har modsat personselskabet som udgangspunkt ingen selvstændig retsevne, og har derfor heller ikke som udgangspunkt status som juridisk person.¹¹⁸

Den direkte konsekvens heraf er, at enkeltmandsvirksomheden ikke anses for at eje aktiver. Den manglende retsevne medfører derfor, at man anser alle aktiver for ejet af indehaveren af enkeltmandsvirksomheden.

En enkeltmandsvirksomhed skal således skattemæssigt behandles på samme måde som de skattemæssigt transparente personselskaber, hvorfor beskatning og fradrag sker direkte hos indehaver, og i indehavers personlige formue, jf. PSL §3, stk. 1.¹¹⁹

¹¹⁷ Skatteretten bind II s. 243

¹¹⁸ I visse tilfælde, kan en enkeltmandsvirksomhed godt ifalde strafansvar, jf. straffeloven §26, stk. 2. I disse tilfælde vil man inddrage størrelse og organisation på enkeltmandsvirksomheden.

¹¹⁹ For gennemgang af transparensprincippet, se afsnittet for personselskaber.

En enkeltmandsvirksomhed kan sagtens have ansatte og udbetale lønninger, men da ejeren og enkeltmandsvirksomheden er sammenfaldende, kan der således ikke være tale om en lønudbetaling til ejeren.

En enkeltmandsvirksomhed kan kun bestå med én ejer. Hvis ejerantallet stiger til 2 eller mere, så vil selskabsformen pr. automatik blive til et interessentskab.

Der vil med et ejerantal på mere end én være behov for regler omkring ledelse, ejerskab og lignende, hvorfor enkeltmandsvirksomheden ikke kan bestå, og derfor vil man, hvis andet ikke er aftalt, betegne selskabet et interessentskab, som tidligere nævnt også er den selskabsretlige residualform.

Det bemærkes dog hertil, at man godt kan aftale overskudsdeling med eksempelvis en betroet ansat uden at der ændres på ejerantallet, men forskydes ejerandelen, således at en enkelt person ikke har 100% ejerskab, så vil der ikke længere være tale om en enkeltmandsvirksomhed.

Da en enkeltmandsvirksomhed alene kan bestå med et ejerantal på én, er der derfor heller ikke tale om et selskab. Der er alene tale om en virksomhed, da enkeltmandsvirksomhed ikke kan defineres som en selskabsform.

Det bemærkes hertil, at man godt kan drive enkeltmandsvirksomhed og have ansatte i virksomheden. Det er derfor alene ved de tilfælde, hvor ejerskabet 100% er ejet af samme fysiske person, at der kan være tale om en enkeltmandsvirksomhed.

Kravene for registrering af en enkeltmandsvirksomhed følger kravene for personselskaber, hvorfor man skal registrere sin virksomhed ved

- Momsregistrering
- Lønsumsafgift
- Arbejdsgiver
- Import fra eller eksport til lande udenfor EU

Det koster ikke noget for en selvstændig erhvervsdrivende at registrere sin enkeltmandsvirksomhed, og dette skal gøres via sit NemID. Der stilles som udgangspunkt ikke krav til registrering af sin enkeltmandsvirksomhed, før omsætningen overstiger 50.000 kr.¹²⁰

Hvis man holder sig under denne grænse, så vil man af Erhvervsstyrelsen blive defineret som en *privat mindre virksomhed (PMV)*. Der vil ikke blive redegjort yderligere for PMVer i denne afhandling.

Forskellen mellem enkeltmandsvirksomheden og I/Set kan ved første øjekast synes forsvindende lille. Man har med enkeltmandsvirksomheden mulighed for at starte op fra dag til dag, uden omkostninger forbundet med dette, men man hæfter personligt og ubegrænset, ligesom man vil gøre som et personselskab, da virksomheden jf. ovenstående ikke nyder hæftelsesmæssig beskyttelse i form af at være en selvstændig juridisk person, og identificeres som følge heraf derfor direkte med ejeren.

Den personlige hæftelse kan undgås ved stiftelse af et kapitalselskab, men der er omkostninger forbundet med denne stiftelse, og der vil alligevel i noget omfang stilles krav til personlig sikkerhedsstillelse ved gældsoptagelse, jf. afsnittet om IVSet.

¹²⁰ Der skal være tale om 50.000 kr. af momspligtige ydelser.

Selvom en enkeltmandsvirksomhed ikke kan klassificeres som et personselskab, så er beskattningen af enkeltmandsvirksomheden ens med personselskaberne, hvorfor beskattningen sker som personlig indkomst hos virksomhedsejeren. Da enkeltmandsvirksomheden ikke anerkendes som selskab, gælder transparensprincippet ikke for denne virksomhedsform, men på samme måde som transparensprincippet, så bliver udgifter og indtægter kanaliseret igennem virksomheden til ejerens personlige indkomstopgørelse, hvilket også bevirker, at en person der ejer og driver en enkeltmandsvirksomhed har mulighed for at anvende virksomheds-/kapitalafkastordningen, hvilket kan have sine fordele, da beskattningen for en enkeltmandsvirksomhed med en sund økonomi kan ligge i den 'dyre' ende af den progressive skatteskala, og man med anvendelsen af en af disse ordninger har mulighed for at udjævne den indkomst der bliver genstand for beskattning.

Som enkeltstående virksomhedsstifter er enkeltmandsvirksomheden det mest naturlige alternativ, da der ikke er krav om flere deltagere, og der derfor heller ikke er nødvendighed for at finde stråmænd, hvis man ønsker at starte virksomhed, og man ikke har behov for at drive en virksomhed med begrænset hæftelse. Man har som enkeltmandsvirksomhed mulighed for at få fradrag i din personlige indkomst, hvis der ved opstart skulle være underskud, jf. PSL § 3, stk. 2, jf. SL § 6.

Der findes derfor en række argumenter for at starte op som enkeltmandsvirksomhed, hvis man ønsker at starte op som selvstændig, og man gerne vil undgå "besværet", der følger af selskabsformerne.

[Analyse af IVSet contra Personselskaberne/enkeltmandsvirksomheder](#)

Denne del af analysen kigger på fordelagtigheden/ulempen ved valget af IVSet contra personselskaberne og enkeltmandsvirksomhederne, som det er frem til nu.

Materiel retlig regulering

Som redegjort for i afsnittet om IVS/kapitalselskaber, er der en noget mere omfattende materiel regulering af kapitalselskaberne, sammenlignet med personselskaberne. Dette medfører transaktionsomkostninger for stifter, og er umiddelbart en ulempe for stifter, da disse regler også er nogle, der løbende skal overholdes. Dette er umiddelbart resultatet af ønsket om, at regeringen ville have nye selskaber over i de regulerede kapitalselskaber, da der derved var mere gennemsigtighed omkring selskaberne.

Stifteren skal være opmærksom på, at øget gennemsigtighed også fører til større tiltro. En potentiel samarbejdspartner vil derfor være mere tryk ved samarbejde med IVSet contra f.eks. et I/S, da det er lettere at gennemskue, hvem der står bag IVSet.

Ved holding er IVSet altid det foretrukne, jf. afsnittet om personselskaber, hvorfor der ikke vil blive lagt yderligere fokus på denne anvendelsestype.

Hvis selskabet anvendes til drift, herunder især servicehverv, er stifter nødt til at gøre sig nogle overvejelser vedrørende hvad der signaleres. Såfremt stifters kunder primært er privatpersoner, må der være en formodning for, at signalværdien vægter mindre. (Det er tvivlsomt hvor mange, der fravælger en murer til re-staurering, fordi denne driver murervirksomheden som en enkeltmandsvirksomhed).

I de tilfælde hvor selskabet handler med professionelle modparter, er der en formodning for, at disse vægter gennemsigtigheden højere, hvilket blandt andet er et resultat af de summer, der er involveret.

Kort sagt, afhang valget af mellem IVSet og personselskaberne af størrelsen af virksomhed, og hvilken virksomhed, der drives. Har man mange professionelle modparter, var det mere fordelagtigt af stifte et IVS, da det medfører gennemsigtighed. Det kunne dog være mere optimalt at vælge ApSet, hvilket vi vil forsøge at redegøre for senere.

Hvis man driver mindre virksomhed, hvor modparterne i højere grad var mindre virksomheder/privatpersoner, er betydningen af gennemsigtighed mindre, og den materielle regulering ved IVSet kunne derfor udgøre en unødvendig udgift.

Hæftelse

Som redegjort for vil en stifter af et IVS i forbindelse med låntagning/kredit risikere at skulle stille kaution med sin private formue. Derfor vil den begrænsede hæftelse på IVSet til dels blive sat ud af spil.

For at et personselskab kan tabe penge, kræver det, at der er nogle, som har penge til gode. Dette vil som oftest være leverandører, banker eller staten. Det skal huskes, at for der kan opstå et tilgodehavende, skal der have været en forudgående transaktion. Denne transaktion må i et eller andet omfang have kommet selskabet til gode.

Stifteren risikerer heller ikke mere, end andre har til gode i selskabet.

På baggrund af ovenstående vil en stifter, der har gode intentioner, ikke nødvendigvis blive stillet bedre ved den begrænsede hæftelse.

Samtidig gav reglerne om begrænset hæftelse ikke stifteren *carte blanche* til at opføre sig økonomisk uansvarligt, da selskabet altid skal tage hensyn til reglerne om forsvarligt kapitalberedskab, jf. afsnittet om ledelsens potentielle erstatningsansvar.

Investeringer i selskabet

Såfremt der ønskedes at rejse kapital ved at skaffe investeringer, var det mest optimalt at vælge IVSet.

Medmindre stifter vælger K/Set, vil en evt. investor skulle hæfte fuldt og solidarisk, såfremt selskabet går konkurs. Derfor er der en kraftig formodning for, at denne ikke er interesseret i at investere i personselskaberne, men derimod kun vil investere i kapitalselskaber, hvor hæftelsen kun svarer til indskuddet.

K/Set har været populært grundet at man kunne fradrage underskud som passiv investor, men dette er ikke længere muligt. De har været meget populære ved investeringer i ejendomme og vindmøller, men grundet lovændringen i 2017, er en stor del af incitamentet forsvundet.

Såfremt stifter har brug for at skaffe kapital, og dette ikke kan lade sig gøre ved at låne pengene i banken, var IVSet mest fordelagtigt.

Skattemæssige forhold

Denne del er den mest tekniske, og her afhænger det især af hvilket formål, der er med selskabet.

Hvis selskabet har ønske om at konsolidere sig, og stifter ikke har planer om at udbetale udbytte de første år, er der en klar formodning for, at IVSet var det mest optimale valg, da overskuddet kun blev beskattet med 22 %, så længe den blev i selskabet. Derfor kan selskabet hurtigere oparbejde et kapitalberedskab.

En ulempe er dog, at såfremt selskabet aldrig opnåede et overskud, og går konkurs, gik det endelige underskud tabt, grundet det faktum, at selskabet er et selvstændigt skattesubjekt. Selskabsstifter har ikke mulighed for at fradrage tabet i anden personlig indkomst. Dette skal selvfølgelig sammenholdes med det faktum, at stifter så heller ikke som udgangspunkt ville komme til at hæfte for tabet, medmindre der var stillet kaution/sikkerhed med midler fra stifters personlige formue.

Hvis man som personselskab eller enkeltmandsvirksomhed vælger at benytte sig af virksomheds- eller kapitalafkastsordningen, kan man opnå nogle af de skattemæssige muligheder, kapitalselskaberne giver. Såfremt virksomhedsordningen vælges, vil der være de samme muligheder for konjunkturudjævning af indkomst, der kan spares op i selskabet, fradragsværdien af renter er højere, og alt dette opnås, uden at miste retten til at fradrage et eventuelt tab i den personlige indkomst. Samtidig er der ikke regler for, hvornår der kan udbetales overskud fra personselskabet, hvor der ved IVSet eksisterede begrænsninger, der også gjorde, at udjævningen reelt først kunne ske, når grænsen på de 50.000 var opnået, da det ellers blev udbetalt som vederlag, og et ekstraordinært vederlag ville blive fanget af reglerne om maskeret udbytte.

Dog medfører især valg af virksomhedsordningen øgede transaktionsomkostninger, da der bl.a. er skærpet krav til regnskabsførelse, og dette element er værd at tage med i overvejelserne for stifter. Samtidig er det vigtigt, at stifteren af selskabet er meget nøjagtig, når det kommer til opgørelse af indskudskontoen, da det er denne, der afgør hvilke aktiver, der tilhører driften af selskabet.

Overordnet kan stifter ved anvendelse af virksomhedsordningen til dels opnå nogenlunde tilsvarende skattemæssige fordele, som der var ved IVSet, mens muligheden for at fradrage tab i den personlige indkomst opretholdes.

Ud fra et skattemæssigt synspunkt, er der derfor ikke den store forskel på valget af IVSet og et personselskab kombineret med virksomhedsordningen/kapitalafkastordningen. Det er, såfremt virksomheden anvendes til drift af mindre virksomhed, ikke de skattemæssige forskelle, der gør udslaget i forhold til hvor attraktive henholdsvis personselskaberne contra IVSet var.

Dette gør sig især gældende for mindre virksomheder, hvor mængden af aktiver er begrænset. Såfremt der er mange aktiver, var dette lettere at håndtere ved valg af IVSet.

Dog vil vi nedenfor vurdere, om det så ikke var mere attraktivt at stifte et ApS.

Opsamling

I de tilfælde hvor selskabet primært anvendes til drift, og den primære ydelse er arbejdskraft, og der ikke er et stort kapitalbehov, er der ud fra et driftsmæssigt synspunkt ikke den store forskel ved valget af det daværende IVS og personselskaberne/enkeltmandsvirksomhed. Såfremt virksomheden er af en størrelse, hvor selskabet i højere grad kommer til at stå over for større, og mere professionelle modpart, var IVSet til dels et mere fordelagtigt valg, blandt andet grundet synspunktet om større gennemsigtighed.

Ved låntagning af mindre kapitalbeløb, er der også en formodning for, at effekten af valget mellem enten IVS eller personselskab/enkeltmandsvirksomhed begrænses, grundet kravet om kaution.

Ved mindre virksomheder er der ligeledes en formodning for, at tabet ved driften af selskabet begrænses til låneforpligtelser (som der er stillet garanti for), og evt. mindre gældsforhold hos modparter. Større gældsposter, vil modparten have stillet garanti for, hvorved stifters personlige tab i sidste ende er nogenlunde det samme, hvis IVSet var valgt, grundet den begrænsede hæftelse.

På baggrund af ovenstående mener vi ikke, at IVSet i særlig stor grad, adskilte sig fra valget af personselskaberne/enkeltmandsvirksomheden, da selskaberne i sidste ende ikke var så forskellige, hvis eksempelvis virksomhedsordningen blev tilvalgt af personselskabet.

Analyse af IVSet contra ApSet

Denne del af analysen fokuserer primært på den signalværdi, der lå i at vælge IVSet frem for ApSet, da selskabs- og skatteretlige regler i høj grad var ens, med undtagelse af den daværende selskabslovs kapitel 20a.

Såfremt selskabet skulle anvendes til mere kapitaltung forretningsdrift, hvor det er nødvendigt at fremskaffe risikovillig kapital, eller tage større lån i banken, var ApSet at foretrække. Dette fremgår blandt andet af vores økonomiske afsnit, men som der også er redegjort for i det juridiske afsnit, signalerede stifter ved valg af IVSet, at denne ikke turde risikere egen formue/er mere villig til at tage risici, da denne ikke vil lide tabet. Derfor ville potentielle samarbejdspartnere også være mere betænkelige ved at indgå i samarbejde med IVSerne.

I forhold til drift af mindre kapitaltunge virksomheder, hvor det primære aktiv er stifters arbejdskraft, kan valget af ApSet være at skyde gråspurve med kanoner. I forhold til denne type af virksomheder, var det altså tilstrækkeligt at stifte et IVS, eller måske endnu bedre, et personselskab/en enkeltmandsvirksomhed med de tilhørende forhold.

Men såfremt selskabet anvendtes til start-ups/driftsvirksomhed med mere professionelle modparter, er der en klar formodning for, at man som selskabsstifter optimerede sine muligheder ved valget af ApS.

Ved dette valg illustrerede man en større tiltro til eget projekt, og indskud af kapital på 50.000, gav modparten en formodning for, at selskabet blev stiftet med formålet om at skabe en sund forretning.

Der er nogle materielle begrænsninger for IVSet, men som redegjort for under gennemgangen af IVSet, mener vi ikke, at dette reelt havde den tilsigtede effekt.

Der er selvfølgelig nogle parter, der ikke havde råd til at stifte et ApS, hvorved IVSet kunne være et nødvendigt alternativ, men som det også fremgår af erhvervsstyrelsens rapport, anvendes selskabsformen primært ved mindre kapitaltunge virksomheder.

Delkonklusion

På baggrund af ovenstående redegørelse samt analyse, er det vores vurdering, at IVSet ikke umiddelbart i praksis tilbød stifter nye, mere fordelagtige, muligheder.

Dette udsagn bunder bl.a. i det faktum, at man som stifter kan stifte et personselskab, og ved at kombinere dette med forskellige tilvalgsordninger, har kunnet opnå mange af de skatteretlige fordele, der eksisterer for kapitalselskaberne.

Der var alene tale om et anpartsselskab, men med lempet kapitalkrav, når man stiftede et IVS. Det lavere kapitalkrav tilbød et nemt og billigt alternativ, men i de tilfælde hvor IVSet skulle ud og skaffe kapital, ville krav om sikkerhedsstillelse mindske den reelle effekt af den begrænsede hæftelse.

Såfremt stifter ønskede at drive større driftsvirksomhed, eller start-ups, hvor kapitalbehovet oftest er højere, eller hvor modparten er professionel, vil den generelle mistro til IVSet medføre, at man som selskab kunne stå over for en konkurrencemæssig ulempe ved valget af IVSet.

Sammenholder man ovenstående med det faktum, at der var omfattende begrænsninger i forhold til anvendelsen af selskabets overskud, indtil det praktisk talt var et ApS, tilbød IVSet umiddelbart ikke en mere fordelagtig løsning. Samtidig var den materielle regulering af IVSet mere omfattende, hvilket førte til flere forpligtelser for stifter.

Dermed ikke sagt, at IVSet ikke tilbød noget. Det var nu muligt at opspare kapital til stiftelse af et ApS til en lavere beskatning, for på den måde hurtigere at møde kapitalkravet for ApS.

Det var muligt at stifte et selskab med større gennemsigtighed, og som udgangspunkt burde dette lede til en større tiltro til selskabsformen. Det har dog senere hen vist sig, at selskaberne i noget omfang blev anvendt til "uærlig drift", hvorved denne tiltro til dels blev forringet med tiden.

Perspektivering

Muligheden for at etablere virksomhed i Danmark eksisterer stadig efter vedtagelsen af lovforslag I 190, og som redegjort for ovenfor, så findes der sunde argumenter for både stiftelsen af kapitalselskab og personselskab.

Kravet for etablering af kapitalselskab stiger til 40.000 kr., så der må være en formodning for, at der fremadrettet vil blive stiftet færre selskaber, da kravene for begrænset hæftelse bliver skærpet.

Erhvervsstyrelsens rapport viser dog samtidig, at der ved deres analyse, og efter deres vurdering ikke er blevet stiftet flere selskaber, end der var formodning for uden indførslen af IVSet, så sammenholdt med dette må det med rimelighed antages, at en del af den personkreds som ville have stiftet et IVS blot vil vælge de øvrige eksisterende selskabsformer. Dette følger også af den komparative analyse af valget mellem IVSet og personselskaberne/enkeltmandsvirksomhederne, samt valget mellem IVSet og ApSet, da IVSet i høj grad ikke tilbød noget revolutionerende, og stifter derfor kunne opnå de samme fordele, ved valg af personselskaberne/enkeltmandsvirksomhederne. I forhold til ApSet, afhang fordelagtigheden i høj grad af den forventede aktivitet i selskabet.

Erhvervsstyrelsens rapport viser samtidig et billede af, at en betydelig del af IVSerne er inaktive, hvorfor det med rimelighed kan antages, at lukningen rammer en del af de inaktive selskaber, og herunder også eventuelle stiftere, som ikke har den største tiltro til projektet, de stifter virksomhed for.

Ud fra ovenstående analyse, er det vores formodning, at der samtidig vil ske en stigning af stiftere, som søger selskabsformer udenfor de danske grænser.

Et af argumenterne for at indføre IVSet var dels at erstatte S.M.B.Aet, men man har med afskaffelsen af IVSet ikke længere et åbenlyst alternativ. Dette må ligeledes tale for, at visse stiftere vil søge udenlands for at udnytte de alternative selskabsformer i EU, hvor stifter opnår begrænset hæftelse til en symbolsk pris. Danmark oplevede før indførslen af IVSet ikke en alarmerende stigning af udenlandske filialer i DK, men dette må til dels ses som et resultat af S.M.B.Aets eksistens, samt strammere lovgivning for faste driftssteder, hvilket med stor sandsynlighed afbødde noget af den effekt, Centros-dommen kunne have medført, i form af filialdannelser.

Kapitel 3 – Økonomi

Indledning

Som nystiftet selskab står man som oftest over for nogle forskellige udfordringer/overvejelser ved opstarten af selskabet:

- Der er de lovmæssige krav, som danner rammerne for hvordan selskabet skal indrettes.
- Der er fremskaffelse af den nødvendige kapital for at kunne drive selskabet.
- Der er spørgsmålet om stifter reelt har færdighederne til at drive selskabet.

Til sidst er der overvejelser om hvorvidt der er en chance for, at selskabet reelt set bliver en succes. Sidstnævnte betragtes ikke som et separat parameter, men er en akkumulering af de forudgående parametre. Disse er blot nogle af mange parametre.

Dette afsnit vil primært fokusere på anskaffelsen af kapital, der er dét af parametrene, hvor det er lettest at isolere effekten af valget ved IVS.

Der vil ikke være fokus på de løbende interaktioner mellem stifter og modpart, men fokus vil ligge på opstartsfasen. Det vil sige de tilfælde, hvor selskabet for første gang skal tage et lån, når selskabet sidder over for investor for første gang og skal sælge sit projekt/sin idé og når selskabet beder en samhandelspartner om kredit for første gang.

Denne beslutning har vi taget, da vi ønsker at sige noget generelt om IVSet. Hvis vi analyserer på gentagende spil, har stifter "afsløret" yderligere informationer om sin egen type, og det er derfor ikke længere en generel analyse, men derimod en analyse af hver enkelt situation, der involverer en stifter, og en långiver/kreditor/investor.

En anden mulighed er at anse stiftelsen af et selskab, som kontrakten mellem staten og selskabsstifteren. Her ville staten blive betragtet som principalen og stifter som agenten. Stat og stifter står dog ikke direkte over for hinanden i en forhandlingssituation, og staten har ikke mulighed for at forhindre, at selskabet bliver stiftet, medmindre stifter er i konkurskarantæne af konkrete årsager.

Her ville analysen i højere grad fokusere på de rammer, staten har sat for selskabsformen, og hvorvidt de er efficiente. Dette er dog ikke vores fokus for opgaven, hvorfor dette ikke vil blive behandlet yderligere.

Anskaffelse af kapital

Prisen på kapital

For at kunne analysere på mulighederne for at fremskaffe kapital, er det nødvendigt at redegøre for, hvordan prisen på kapital fastsættes. I forhold til denne opgave er det særlig relevant at fokusere på risikoelementet, der indgår i fastsættelsen, da IVSerne som udgangspunkt ikke havde nogle værdier (selskabskapital), som der kunne søges erstatning i, skulle selskabet gå konkurs. Dette påvirker sandsynligheden for, at afkastet, der kalkuleres med, realiseres i en negativ retning.

Vores primære fokus for dette afsnit er, hvordan risikoen spiller ind i forhold til prisfastsættelsen, men vi vil også redegøre kort for effekten af udviklingen i efterspørgsel/udbud på kapital.

Forventet afkast

Som udgangspunkt vil vi anvende formelen for forventet afkast til at beskrive, hvordan sammenhængen mellem sandsynlighed og afkast påvirker parterne i de forskellige scenarier opstillet neden for.

Formlen for forventet afkast er således.¹²¹

$$E(R) = \sum_{i=1}^N p_i \cdot R_i$$

$E(R)$: Repræsenterer det forventede afkast. Dette kan være det forventede afkast af et lån, en investering eller en forretningsmulighed.

p_i : Repræsenterer sandsynligheden for et bestemt udfald. For långivere repræsenterer dette sandsynligheden for, at lånet bliver tilbagebetalt. I vores forsimplede eksempel afhænger dette af, om der er tale om det der senere vil blive defineret som henholdsvis en dårlig og en god stifter. Jo bedre stifter, desto større sandsynlighed for, at lånet bliver tilbagebetalt.

For investorer udgør det sandsynligheden for, at det selskab de investerer i, bliver en succes, og de derfor opnår et positivt resultat.

Sandsynligheden er altså i denne forsimplede formel, den risiko man som långiver/kreditgiver/investor oplever.

Finansiell risiko opdeles populært i to typer af risiko.¹²²

- Systematisk risiko: Udgør markedsrisikoen, og denne risiko vedrører hele markedet, og ikke kun enkelte brancher/virksomheder. Kan ikke mindskes ved hjælp af diversificering.
 - o Der vil i denne opgave ikke blive fokuseret på diversificering, da vi kigger på en investor, der skal vurdere rentabiliteten af én investering, og ikke hvordan investoren optimerer sin portefølje.
- Usystematisk risiko: Udgør risikoen for det enkelte selskab. Denne afhandling fokuserer primært på denne risiko, da vi i de opstillede scenarier analyserer på to næsten identiske virksomheder, hvor den eneste forskel er stifters evner til at drive selskabet. Usystematisk risiko omfatter også brancherisikoen, men da de to konkurrerende stiftere er på samme marked, bruges den i denne afhandling som et udtryk for risikoen ved den enkelte investering.

R_i : Repræsenterer afkastet ved et bestemt udfald. I denne opgave anses afkastet, som det positive beløb der er tilbage, når hele engagementet er overstået.

For långiver vil det være den positive renteindtægt, der opnås igennem låneperioden.

Det antages, at långiver har et fast forventet afkast, der gælder for alle lån. Dette kan f.eks. være, at de forventer at tjene 5 % af lånebeløbet ($E(R)=5\%$). Såfremt sandsynligheden (risikoen) for at de får deres penge

¹²¹ *The fundamentals of corporate finance*, s. 316

¹²² *The fundamentals of corporate finance*, s. 325

igen er mindre, implicerer dette, at afkastet af investeringen må være tilsvarende højere for at tilfredsstille betingelsen om de 5 %. Dette afkast består af renteindtægter fra lånet, og derfor bliver det dyrere for stifter at låne kapital hos långiver, såfremt sandsynligheden for et positivt afkast bliver mindre. Såfremt det forventede afkast, ikke opnår minimumskravet for afkastet, gives lånet ikke. Måder hvorpå man kan påvirke det forventede afkast er enten at regulere prisen på aktivet, eller ændre de potentielle indtægter, ved f.eks. at ændre renten på et lån.

For investorer er der tale om al den indtægt, der opnås fra ejerskabet af andele i selskabet, fratrasket den initiale investering, det vil sige det beløb de køber andele for.

Indtægterne kan blandt andet bestå af udbytteindtægter fra selskabet samt evt. kapitalgevinster, der opnås ved salg af andele i selskabet.

Al gevinst, der opnås ud over det sikre afkast, er risikopræmien.

Risikopræmien er et udtryk for forskellen mellem en investering i det risikofrie afkast og gevinsten ved at vælge en investering med en højere risiko, hvor afkastet potentielt er tilsvarende højere. Altså præmie for at påtage sig risiko.

Prisen på egenkapital

Uden at der vil blive regnet på prisen for ejerandele, vil der også kort blive redegjort for prisfastsættelsen på disse.

Til dette, anvendes følgende formel, til at forklare sammenhænge mellem prisen og udbytte/kapitalgevinst:¹²³

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + R}$$

P_0 : Er nutidsværdien af ejerandelen ved tidspunkt 0. I denne opgave er tidspunkt 0, det tidspunkt, vores analyse har sit fokus. Nutidsværdien er i dette tilfælde lig prisen på ejerandelen

D_1 : Repræsenterer det fremtidige udbytte efter perioden, som kommer fra ejerandelene. Dette vil i afsnittet om forholdet mellem investor og stifter ligeledes blive betegnet som positiv driftsindkomst.

P_1 : Repræsenterer værdien af ejerandelen efter perioden

Såfremt det underliggende selskab præsterer godt i perioden, er denne værdi høj.

R : Repræsenterer investorens påkrævede afkast til investeringen, hvilket i vores eksempel er præsenteret som det forventede afkast, ved investering i det sikre afkast. I denne opgave er dette repræsenteret ved investering i ApSet, jf. antagelserne i spillet for investoren.

Formlen tager som sådan ikke højde for risiko, og hele prisfastsættelsen kigger på det krævede afkast, kombineret med udbytte, samt aktivets fremtidige værdi.

Dog kan den vise noget om, at prisen på ejerandele er et af de instrumenter, man som investor kan pille ved, for at kunne realisere det krævede afkast. Prisen på ejerandele afhænger positivt af D og P, og såfremt disse falder, falder prisen på ejerandelen.

¹²³ Fundamentals of Corporate Finance, s. 160

Udbytte/efterspørgsel som faktor

Ligesom for fysiske produkter og tjenesteydelser afhænger prisen på risikovillig kapital, også delvist af udbud og efterspørgsel. Jo flere der efterspørger kapitalen, desto dyrere bliver den, og jo mere kapital der udbydes, desto lavere bliver prisen på kapital.

I de nedenstående eksempler vil vi ikke i særlig høj grad fokusere på denne faktor.

Generelt antages det, at det ikke er muligt for stifter at presse kapitalstilleren på prisen, med truslen om, at stifter finder en anden kapitalstiller.

Det er også svært at definere et klart marked for kapital, da der er stor forskel på dem der søger kapitalen. Nogle personer har en god kreditværdighed, og er derfor meget attraktive for långiverne, mens andre har en dårlig kreditværdighed, og er derfor mindre attraktive for långiver.

Der er en formodning for, at de gode låntagere i højere grad vil nyde godt af et større udbud af kapital, mens det i mindre grad gør sig gældende for de dårligere låntagere, da færre långivere ønsker at finansiere dem.

Standardafvigelsen som mål for risiko

Når man analyserer på forskellige udlån/investeringer, er det ikke tilstrækkeligt blot at analysere på det forventede afkast. Det forventede afkast fortæller ikke noget om, hvor store afvigelserne på de enkelte udfald er.

En sikker investering, det vil sige hvor långiver/investor er sikker på afkastet, kan have det samme forventede afkast, som en investering, hvor der er stor spredning i de potentielle afkast.

F.eks. vil en investering, der enten giver et afkast på 20, såfremt investeringen er god, og et afkast på 0, såfremt investeringen er dårlig, have det samme forventede afkast, som en risikofri investering på 10, antaget at sandsynligheden for, at den er god/dårlig er 50/50, jf. formlen for forventet afkast ovenfor. Derved kan man ikke aflæse noget om risikoen ud fra antagelsen om forventet afkast.

Standardafvigelsen er dermed også muligheden for at score en gevinst, der er højere end det forventede afkast, og en høj standardafvigelse er ikke nødvendigvis lig høj risiko, da to forskellige investeringer med samme potentielle tab, kan have forskellige standardafvigelser, såfremt den ene investering har et højere potentielt afkast.

For at kunne beregne standardafvigelsen, er det nødvendigt først at finde variansen.

Det gøres ved følgende formel: ¹²⁴

$$\text{Variansen} = \sigma^2 = \sum_{i=1}^i p_i \cdot [R_i - E(R)]^2$$

Denotationen er den samme, som ved formlen for det forventede afkast.

¹²⁴ Fundamentals of Corporate Finance, s. 318

Når variansen er udregnet, findes kvadratroden af denne, og herved er standardafvigelsen for det forventede afkast fundet.

$$\text{Standardafvigelsen} = \sigma = \sqrt{\sigma^2}_{125}$$

Stifters modparter på markedet

Når man står som iværksætter med en idé om at starte virksomhed, og skal have hjælp til anskaffelsen af kapital, så står man overfor en masse forskellige muligheder i form af investorer og långivere.

For at redegøre for de forskellige muligheder, man som virksomhedsstifter har, så har vi fremadrettet valgt at opdele spillerne i tre kategorier; investorer, långivere og kreditorer.

Disse tre kategorier har flere typer af spillere under sig, og vil blive gennemgået hver for sig af hensyn til overblikket.

Investor

Der findes mange former for investorer, som har mulighed for at stille kapital til rådighed for stifter. Formålene med investeringerne kan variere, da de kan være politisk styrede, eller rent økonomisk motiverede. Vi vil nedenfor gennemgå de typer af investorer, som vi vurderer, har relevans for vores afhandling, og enkelte vil vi fremhæve med en begrundelse for, hvorfor de ikke har relevans for vores afhandling.

Vi skal understrege, at oplistningen ikke er udtømmende. I det spilteoretiske afsnit længere nede, sonderer vi ikke mellem forskellige investortyper, men anvender betegnelsen 'investor'.

Business angels

Er det begreb, som man bruger om investorer, der investerer i unoterede virksomheder, typisk start-ups. Investeringen ligger normalt imellem 50.000 kr. til 1.000.000 kr. pr. virksomhed.

Der findes både business angels, som vil gå ind og tage direkte ejerskab, og vil med ledelsesbeføjelser/bestyrelsesarbejde i virksomheden præge virksomhedens drift.

Der findes også business angels, hvis investering er den eneste direkte påvirkning der er overfor den nystiftede virksomhed, da det alene er tiltroen til projektet, og dermed også udsigten til forrentning af investeringen, som får dem til at putte penge i projektet.

En business angel vil typisk påtage sig en rådgivende funktion over for selskabet, og vil derfor ikke kun fungere som en kapitalstiller. I denne opgave, betragtes de dog kun som sidstnævnte.

Venture Capital

Denne investeringsform anvendes ligeledes til investeringer tidligt i selskabets levetid, hvor der dog har været en vis aktivitet, blandt andet har de som oftest foretaget de første salg. Overtager ofte stort ejerskab i selskabet, for at opnå en vis kontrol med selskabet. Ikke denne type vi analyserer i opgaven.

Långiver

¹²⁵ Fundamentals of Corporate Finance, s. 318

Overordnet set, så bliver långiver i denne afhandling anset for en investor, der udelukkende låner penge, mod en given rente, som tilbagebetaling. Der er således ikke nogen form for andels- eller overskudsdeling i de tilfælde, hvor kapitalen tilføres som ren lånstilling.

Bank/Kreditinstitut/Pengeinstitut

Den helt traditionelle form for långiver, hvor du mod at betale en enten fast eller variabel rente, får stillet penge til rådighed, til fri disposition.

Denne form for lån vil i de fleste tilfælde være forbundet med et krav om pant/kaution/sikkerhedsstillelse, hvis man som virksomhedsstifter vil tilføre kapital til virksomheden.

Realkreditinstitut

Denne långiver stiller lån mod sikkerhed i fast ejendom, og vil ikke blive behandlet yderligere i denne afhandling.

Kreditor

Denne kategori er primært møntet på selskaber, hvor virksomheden er i gang, og hvor der er en igangværende drift. Der er derfor ikke direkte tale om en tilførsel af kapital, når der gives kredit, men derimod er det nærmere et udtryk for at man holder på sin kapital/likviditet, da forfald for betaling sker på et fremtidigt tidspunkt, så man i mellemtiden har mulighed for at reinvestere sine penge.

Grundet at kreditorerne ikke direkte stiller kapital til rådighed, men i teorien yder en service, vil vi kun beskrive scenariet tekstuelt, men ikke opstille spil herfor.

Risikoprofiler, risikoaversioner og nytteteori

Som redegjort i afsnittet ovenfor om risiko og afkast, så er der en klar sammenhæng mellem graden af risiko og det forventede afkast. Derfor er det nødvendigt at kigge på folks risikoprofiler, for at determinere, hvor villige de er til at foretage en investering, når denne involverer risiko.

Tommelfingerreglen i den finansielle litteratur er, at risikoprofilen varierer fra individ til individ.

Ved analyse af et individs risikovillighed i forbindelse med en investering, er det relevant at inddrage aspekter fra nytteteorien, samt prospektteorien.

Indenfor risikoprofilering og risikoaversion tales der i litteraturen om flere forskellige investeringsprofiler/investeringspersonligheder. Disse personligheder er, omend temmelig generaliserende, et forsøg på at kategorisere hvilken type investor/kreditgiver man har med at gøre.

Fælles for alle risikoprofilers risikovillighed er, at profilen er afhængig af deres nyttefunktion.¹²⁶ Som nævnt ovenfor, så er risikoprofilerne generaliserede, hvorfor graden af risikovillighed kan variere fra kreditgiver til kreditgiver, selvom de formentlig vil relatere sig til samme kategori.

Litteraturen behandler især følgende to typer af risikoprofil, som også er de to vi vil behandle i dette afsnit:

- Risikoneutral
- Risikoavers

¹²⁶ *Choices values and frames*, s. 3?

Denne opstilling er ikke udtryk for hvilken risikoprofil, der er hyppigst forekommende, men følger nærmere den rækkefølge, som profilerne fremstår i den økonomiske teori.

Begge profiler vil blive gennemgået mere uddybende i hver deres afsnit nedenfor.

Den risikoneutrale person.

Denne risikoprofil er kendetegnet ved, at personen er indifferent, når stillet overfor at modtage et givent afkast, eller et uvist afkast, med samme forventede værdi.¹²⁷

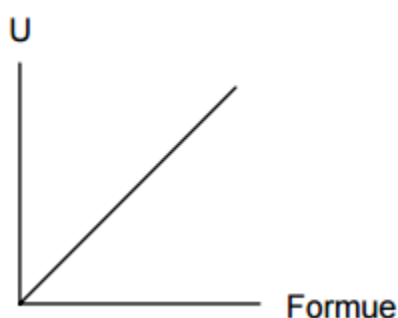
Der findes mange eksempler på, at de økonomiske modeller, der findes i litteraturen, ikke tager højde for risiko. Der er således tale om, at man i disse modeller (omend det ikke står positivt nævnt) forudsætter, at investorerne i modellerne er risikoneutrale, da det alene er outputtet/payoffet, som man har øje for.¹²⁸

Dette udgangspunkt gør sig også gældende for den risikoneutrale person, da denne profil udelukkende fokuserer på maksimering af afkast. Udtrykket *risikoneutral* er derfor ikke et udtryk for, at man er indifferent overfor måden man investerer på, tværtimod; man er som risikoneutral investor indifferent overfor risikoen, hvorfor denne profil også er den profil der passer på de økonomiske modeller, som ikke tager højde for risiko.

En risikoneutral investor vil derfor altid placere sine investeringer, hvor det potentielle/forventede afkast er størst, og har derfor formueforøgelsen for øje.

Som vist på nedenstående figur, så forbliver nytten uændret pr næsttjente krone. Nyttekurven for den risikoneutrale profil er derfor uendelig, da det alene er afkastet der fokuseres på.

Risikoneutral:



I økonomisk teori er denne risikoprofil ofte velegnet, hvor det formentlig kan synes mere vanskeligt at forestille sig en investor, der i praksis ikke tager stilling til risiko overhovedet.

Dette udgangspunkt er også gentaget i bogen *Fundamentals of Corporate Finance*, Kapitel 19, hvor det konkluderes, at menneskelige fejl forekommer, og at ikke alle investorer er (lige) rationelle. Det er således heller ikke et krav, at alle investorer er rationelle; det er blot et krav at *nogen* er.¹²⁹

Som nævnt i afsnittet ovenfor, så findes der dog forskellige gradbøjninger af, hvor meget man passer under risikoprofilen, og en investor, som er fuldstændig ligeglad med risiko, vil formentlig læne sig mere op ad begrebet *risikopervers*, hvor man modtager en højere marginalnytte for hver næsttjente krone.¹³⁰

¹²⁷ *Macroeconomics*, s. 572

¹²⁸ *Macroeconomics in a European Perspective*, s. 374.

¹²⁹ *Fundamentals of Corporate finance*, s. 554.

¹³⁰ Denne investor nævnes ikke så meget i litteraturen, og passer formentlig også i praksis bedst på ludomanen, som foretager investeringer, velvidende at sandsynligheden for succes er forsvindende lille, men foretager dem uagtet

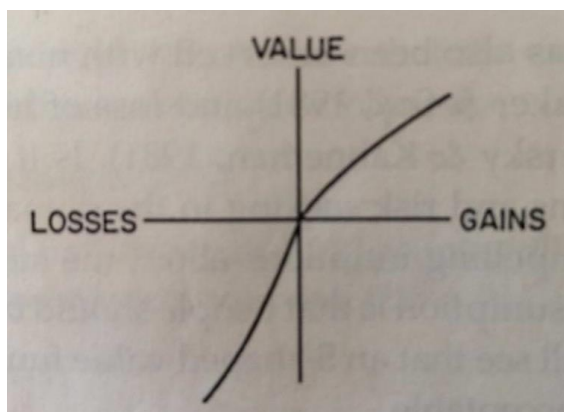
For de risikoneutrale profiler, som i nogen grad inddrager risiko i deres investeringer, så vil de hælde mere til at være risikoaverse investorer.

Risikoaversion

For den risikoaverse person, gælder det, at denne foretrækker at modtage et sikkert afkast, fremfor et usikkert afkast til samme forventede værdi.¹³¹ Denne type har både forventet afkast og risiko for øje, og vil formentlig afspejle størstedelen af alle investorer og kreditgivere på markedet, da den risikoaverse person vil kræve en højere risikopræmie for sine investeringer end de ovenfor nævnte risikoprofiler.

Ligesom den risikoneutrale investor, så kan risikovilligheden for den risikoaverse person variere, så der under denne kategori eksisterer forskellige grader af nytte pr. investeret krone.

Det meste af finansieringsteorien beskæftiger sig med beslutninger, baseret på risiko, hvilket betyder, at den risikoaverse profil kommer til rette i teorien.¹³²



Ovenstående figur¹³³ viser hvordan en risikoavers investor/kreditgiver har en positivt hældende, men dog aftagende nyttekurve. Dette er et udtryk for, at marginalnyttens for den risikoaverse investor mindskes pr. næsttjente krone. Den risikoaverse investor ønsker derfor større kompensation for at påtage sig mere risiko, hvilket er afspejlet i den faldende/aftagende marginalnytte.¹³⁴

Den risikoaverse investor/kreditgiver vil ud fra ovenstående placere sine investeringer dér, hvor det forventede afkast er størst, givet den forbundne risiko.

Et andet kendetegn ved den risikoaverse person er, at denne også præges af tabsaversion,¹³⁵ hvilket vises grafisk i samme figur som i redegørelsen for den risikoaverse profil. Den stejlere hældning under X-aksen på ovenstående figur om risikoaversion skyldes det faktum, at den risikoaverse person vægter risikoen for tab højere end den vægter sandsynligheden for succes, og dette faktum spiller en vigtig rolle når det kommer til risikoaversionsteorien. Dette fænomen kaldes også, som nævnt ovenfor, for tabsaversion.

denne viden, da afkastet er størst ved disse investeringer, og rusen ved tanken om næsttjente krone overstiger rationaliteten. Risikoperversion må derfor være udtryk for de allermest irrationelle investeringer, og vil ikke være benævnt yderligere i denne opgave.

¹³¹ *Macroeconomics*, s. 572.

¹³² *Macroeconomics* s. 374.

¹³³ *Choices, Values and Frames* s. 3

¹³⁴ *Choices, Values and Frames*, s. 454

¹³⁵ Begrebet nævnes i *economics and management in organizations*, s. 387 ff.

Det skal dog understreges, at tabsaversion også kan forekomme hos eksempelvis den risikoneutrale investor, men formentlig ikke vil eksistere hos den risikoperverse investor, som har en eksponentielt stigende nyttekurve, og ikke forholde sig til tab overhovedet.

Hvis en risikoavers investor/kreditgiver skal vælge at investere i et projekt, og der er to mulige udfald, hvoraf det ene udfald giver tab, og det andet udfald giver gevinst, så vil den risikoaverse investor have et større nytte tab end nyttegevinsten vil være ved succes.

Man kan ikke sige noget helt konkret om långivere og investorers profiler på et generelt, men ud fra denne gennemgang af risikoprofiler, hvor det kan udledes, at alle investorer indeholder en grad af risikoaversion og en grad af risikoneutralitet, så må der efter vores opfattelse være en formodning for, at en långiver, som en bank i højere grad er risikoavers, da de kun udlåner penge imod en sikkerhedsstillelse for at de får deres penge retur.

En investor derimod må formodes at være mere risikoneutral, da denne er villig til at indgå mere risikobetonede projekter, mod et større forventet afkast.

The Mean Variance Rule:

Indenfor tilgangen til risiko finder man *The Mean Variance Rule*, som er en tommelfingerregel for, hvordan investorer agerer.

Hvis det forventede afkast på to forskellige investeringer er ens, men den ene investering har en højere varians (eller standardafvigelse), så vil man foretrække investeringen med den laveste varians. Modsætningsvist, så vil man vælge den investering, hvor det forventede afkast er højest, hvis de to investeringer har samme værdi for variansen.

Dette gør sig også gældende, når investor/kreditgiver står overfor hvilket projekt de skal vælge at putte penge i.

Som nævnt ovenfor, så kan risikoaversion gradbøjes, og der kan således være stor forskel på, hvor risikovillig man som investor/kreditgiver er.

The mean-variance rule bruges derfor som udgangspunkt til at beskrive den risikoaverse investors adfærd, og kan groft sagt opstilles som en læresætning, der beskriver det faktum, at en investor der står over for et valg mellem to projekter, med det samme forventede afkast, vil vælge det projekt, hvor risikoen er lavest. I det modsvarende tilfælde, hvor investoren står overfor to projekter, hvor risikoen på de to projekter er ens, så vil investoren vælge det projekt med størst forventet afkast.¹³⁶

Risikoaversion varierer fra individ til individ, og kan ikke opstilles mere generaliserende end ovenfor, da nytten fra person til person er individuel. Den meget risikoaverse investor ønsker at neutralisere risiko, og indgår kun i projekter, hvor risikoen er tilstrækkeligt lav, og kombineret med et forventet afkast, som er højt nok til at kompensere for den risiko der trods alt må antages at eksistere i forbindelse med indgåelse af projektet. Et alternativ til investering i projekter kunne eksempelvis være at placere sine penge i aktiver med en risikofri rente. Disse investorer vil ud fra dette afsnits gennemgang være de allermest risikoaverse investorer.

¹³⁶ Kahneman og Tversky (1992)

Problemet

Som redegjort for i det juridiske afsnit, er fordelene ved anvendelsen af IVSet, at stifter som udgangspunkt kan tage større risici, da det potentielle tab kun udgør det indskudte i selskabet. Derved er det selskabets kreditorer der risikerer at lide tabet, såfremt de skulle have nogle tilgodehavender i selskabet. Dette er under antagelse af, at selskabets ledelse ikke kan gøres personligt ansvarlige, efter selskabslovens regler om ledelsesansvar, hvorved der ellers kan søges opfyldelse i deres personlige formue.

Samtidig åbner IVSet op for, at man som stifter kan tage flere risici, og ukvalificerede stiftere har ved IVSet lettere adgang til at stifte et selskab med begrænset hæftelse.

Dette er alt sammen noget selskabets samarbejdspartnere er nødt til at tage med i sine overvejelser, når de vælger, hvorvidt de skal indgå i et kontraktuelt forhold med selskabet og dermed også stifteren.

Ved hjælp af blandt andet teorierne om *asymmetrisk information*, *adverse selection* og *moral hazard* vil vi forsøge at forklare baggrundene for, og analysere på, hvorfor disse overvejelser kommer i spil. Til sidst vil vi så ved hjælp af *signaler* og *screening* forsøge at analysere hvordan disse overvejelser kommer til udtryk, og hvordan henholdsvis stifter og dennes modpart agerer optimalt, givet de gjorde antagelser.

Vi anvender en bayesiansk tilgang til spillernes handlinger. Dette implicerer, at spillerne skal ændre sine overbevisninger om modparten, på baggrund af de handlinger denne modpart foretager.¹³⁷

Disse løsninger vil dog til dels lede til økonomiske inefficente kontrakter. Ved efficiente kontrakter forstås der i denne opgave pareto-optimale kontrakter, altså kontrakter, hvor den ene part ikke kan stilles bedre, uden at den anden part stilles dårligere.¹³⁸

Asymmetrisk information

Asymmetrisk information anvendes til at beskrive situationen, hvor den ene part besidder viden, som modparten ikke har/ ikke kan få bekræftet. Dette er derfor noget, som parterne er nødt til at tage med i sine overvejelser, når de skal interagere med hinanden.

I dette tilfælde ved stifteren af selskabet noget om sine egne intentioner, egne evner (herunder erfaring), med mere, som det ikke er muligt for en ekstern part at verificere. Den eksterne part kan blandt andet være modparten, f.eks. långiver eller investor, men det kan også være en uafhængig part som f.eks. domstolene.

Dette implicerer, at stifter frit kan erklære, at denne er en god stifter, underforstået, at selskabet bliver en succes, men dette er ikke muligt for hverken långiver eller domstolen at bekræfte. Derfor ville en lovregel om, at stifter er forpligtet til at afsløre sin type, heller ikke have nogen effekt.¹³⁹

Den ikke-verificerbare viden medfører, at der foreligger asymmetrisk information mellem stifter og modpart.¹⁴⁰ Dette bevirker, at den ene part (stifteren) besidder viden, som modparten ikke besidder, hvilket er et tosidet problem.

¹³⁷ Som redegjort for i det økonomiske metodeafsnit

¹³⁸ *Game Theory and the Law*, s. 311.

¹³⁹ *Game Theory and the Law*, s. 122

¹⁴⁰ *Game Theory and the Law*, s. 79

Modparten i denne afhandling udgør banker, kreditgivere og investorer.

Den eksterne part er nødvendigvis ikke helt uden viden, men kan alene basere sin viden på tidligere erfaringer. Denne erfaring er ikke eksakt, men skal tilknyttes sandsynligheder, således, at de mulige udfald af scenariet, tilknyttes en vægtet værdi.¹⁴¹ Det vil sige, at långiver/investor har en vægtet forventning om, hvilken type modparten er. Denne kan påvirkes af forskellige faktorer, og i denne afhandling er det især ryet, som IVSerne har, grundet den negative omtale selskaberne har fået. Dette er blandt andet på baggrund af rapporten fra erhvervsstyrelsen, der redegør for problemerne med skatterestancerne, samt de mange artikler om, at IVSerne anvendes ved svindel.

Informationer om stifters egen privatøkonomi, herunder anden formue og lignende, antages at være korrekte. Denne antagelse begrundes med det argument, at hvis det skulle vise sig at disse informationer er forkerte, så giver det den eksterne part mulighed for at søge godtgørelse hos den private person, såfremt aftalen er indgået på falsk grundlag.

Adverse selection

Asymmetrisk information leder videre til problemstillingen omkring adverse selection.

Adverse selection beskriver de situationer, hvor asymmetrisk information leder til inefficente kontrakter, grundet, at parten med den private, ikke-verificerbare information tilfører modparten yderligere omkostninger, hvorved denne part øger omkostningerne ved aftalen, for at dække ind for dårlige aftaler.¹⁴²

Hvis det for eksempel forventes, at 15% af aftalerne medfører tab, skal de resterende 85% af aftalerne, som resulterer i et positivt afkast, dække ind for disse tab.

Moral hazard

Moral hazard kan i denne opgave anvendes til at beskrive den dårlige stifter.

Moral hazard er grundlæggende baseret på tankegangen om, at mennesker er egennytteoptimerende.¹⁴³ Den dårlige stifter ved, at denne aldrig får/ønsker at have en sund forretning op at køre, men satser på at score nogle "hurtige penge". Det kan de gøre ved at handle i egen interesse på tidspunktet før kontraktindgåelsen, ved ikke at tænke på modpartens interesser, men kun optimere sine egne forhold.

Denne adfærd kan modparten (långiver/stifter) ikke observere forud for kontraktindgåelsen, hvorfor modparten er nødt til at tage stilling til dette, når denne blandt andet prissætter kontrakten.

Dette kan medføre inefficiens ved kontrakter indgået med den gode stifter, da denne skal betale unødvendige udgifter, som f.eks. højere renter på lånet.

¹⁴¹ Game Theory and the Law, s. 80

¹⁴² Game Theory and the Law, s. 301.

¹⁴³ Game Theory and the Law, s. 309

Signalering

Med det følgende afsnit, ønsker vi at analysere på hvilke signaler man som stifter sender, ved valg af IVSet frem for ApSet og omvendt.

Med signalering forstås der handlinger, der har til sigte at fortælle modparten i en interaktion noget om én selv, når dette ikke kan gøres ved direkte at fortælle dette.

Et klassisk eksempel på signalering er, når en producent tilbyder en billig/gratis garanti i forbindelse med salg af deres produkter, såfremt der er tale om høj kvalitetsprodukter.¹⁴⁴ Dette gør de for at vise forbrugeren, at deres produkter er af god kvalitet, og derfor tør de give en billig/gratis garanti, som der ikke kan gives af producenter, der fremstiller produkter af lav kvalitet, da disse ikke har råd til at overholde garantien, som følge af de mange reklamationer.

Alternativt kan producenten også nøjes med at fortælle forbrugeren, at der er tale om en høj kvalitet, men dette kan forbrugeren ikke få bekræftet, før produktet er købt og brugt, så derfor anvender producenten signalering, i form af en billig/gratis garanti til at fortælle noget om sig selv.

Ved signalering er det den informerede part (stifter), der foretager det første træk, modsat screening, hvor det er den ikke-informerede part, der foretager det første træk. Dette vil vi redegøre for senere.

Ydermere vælger vi signalering med fokus på valget mellem IVS/ApS, da man som stifter kan have svært ved at adskille sig fra modparterne i opstartsfasen.¹⁴⁵ Dette gøres med udgangspunkt i det overordnede emne for opgaven, da det er ét af de steder, hvor stifter har mulighed for at adskille sig fra lignende virksomheder, når det kommer til fremskaffelse af kapital.

Ved at fokusere på den indledende fase af selskabets levetid, kan vi lettere isolere valget af selskabsform som en faktor. Såfremt analysen havde fokuseret på et senere tidspunkt, ville informationer omkring selskabets hidtidige performance veje tungere. Selskabsformen har dog stadigvæk en indflydelse, da der er formodning for, at ApSerne generelt bliver taget mere alvorligt, grundet stifters indskud på 50.000, som vi tidligere har redegjort for.

Screening

Screening omhandler samme problemstilling vedr. adverse selection, men modsat signalering, hvor det er den informerede part, der foretager træk for at fortælle noget om sig selv, er det ved screening den uvidende part, der foretager en handling, der tvinger den informerede part til at afsløre sin type.¹⁴⁶

Et klassisk eksempel på screening, er spillet mellem et forsikringsselskab og en forsikringstager.

Forsikringsselskabet har ikke mulighed for at vide, hvordan forsikringstageren har tænkt sig at agere efter forsikringsaftalens indgåelse, hvorfor de risikerer at forsikre en person, som opfører sig hasarderet, og derfor defineres som højrisikokunde, hvor der er overvejende risiko for, at der på et eller flere tidspunkter i forsikringsforholdets levetid, skal udbetales erstatning til forsikringstageren.

En løsning på dette problem kan være at indføre en selvrisiko i kontrakten, der er så tilstrækkelig høj til, at det ikke kan betale sig for højrisikokunden at indgå forsikringsaftalen. Det lægges i øvrigt til grund, at det

¹⁴⁴ *Behavioral game theory* s. 408.

¹⁴⁵ *Signaling by early stage startups: US government research grants and venture capital funding*, s. 1

¹⁴⁶ *Game Theory and the Law*, s. 153

ikke er tilladt for selskabet at tilbyde et differentieret tilbud, og ydermere er dette heller ikke muligt grundet den asymmetriske information.

Forsikringsselskabet ønsker ikke at have kunder, der er højrisiko, da de er en dårlig forretning.

Såfremt forsikringsselskabet sætter forsikringspræmien højt for derved at kompensere for tabene på højrisikokunder, risikerer de at skræmme lavrisikokunderne væk, da disse ud fra en numerisk betragtning er bedre stillet ved overhovedet ikke at forsikre sig. På den anden side, risikerer forsikringsselskabet stadigvæk at tabe penge, da højrisikokunderne stadigvæk vil indgå forsikringen, såfremt de forventer, at deres fremtidige skadeserstatninger overstiger præmien på forsikringen.

Forsikringsselskabet kan som nævnt oven for vælge at indføre en selvrisko i kontrakten, der begrænser forsikringstagerens hasarderede adfærd. Ved at indføre en tilpas høj selvrisko, vil det ikke længere kunne betale sig at opføre sig hasarderet, og i de tilfælde hvor forsikringstager ikke begrænser sin hasarderede adfærd, vil denne ikke indgå forsikringsaftalen. Derved kan forsikringsselskabet altså se, hvilke potentielle kunder, der er højrisiko, og de derfor ikke skal ikke forsikre.

Vi vil anvende screening til at analysere på de muligheder kapitalstilleren har, med hensyn til at få de forskellige stiftere til at afsløre sin type, og derved sikre, at kapitalstiller har de bedste muligheder for at indgå en god forretning.

Analyse af forholdet mellem långiver og stifter

Denne del af opgaven sigter på at analysere forholdet mellem en potentiel långiver og stifter.

Dette gøres på baggrund af teorierne om forventet afkast, samt de adfærdsøkonomiske teorier om asymmetrisk information, adverse selection og moral hazard.

Som udgangspunkt kigger vi kun på valget mellem IVS og ApS, da det i disse tilfælde reelt er selskabet der tager lånet, grundet, at disse to selskabsformer ikke er transparente, hvorved stifter som udgangspunkt ikke hæfter personligt, som det ellers ses ved personselskaberne, som redegjort for i det juridiske afsnit. Der vil dog blive perspektiveret hen til disse, men analysen vil hovedsageligt omhandle IVSet og ApSet. Vi vil slet ikke fokusere på A/Set grundet det høje kapitalkrav, sammenholdt med det faktum, at det ikke er disse, IVSet umiddelbart blev indført som supplement til.

Til brug for analysen har det været nødvendigt at gøre følgende antagelser:

Ingen differentiering gennem forretningsplan og andre lignende tiltag.

Det antages, at det ikke er muligt at differentiere sig i forhold til andre selskaber, igennem en forretningsplan. Denne antagelse gøres, da det derfor ville blive en analyse af hvert enkelt selskab, og det ville være svært at sige noget generelt om finansiering af de forskellige selskabsformer. Fokus vil være på forskellen mellem ApSet og IVSet, da ApSet materielt er den selskabsform, der lå tættest på IVSet.

Såfremt vi valgte at inddrage personselskaberne, hvor der hæftes fuldt ud i stifters personlige formue, antages det, at det fulde lånebeløb ville kunne dækkes af stifters personlige formue. Scenariet med personselskaberne minder i høj grad også om situationen med stiftelse af IVSet, kombineret med kautionen, vi analyserer på længere nede i kapitlet.

To typer af selskabsstiftere

I vores afhandling opstiller vi to typer af stiftere:

- God stifter: Denne har evnerne til at drive selskabet, og ønsker at drive selskabet hæderligt, og overholde forpligtelserne over for tredjemand. Medfører et gennemsnitligt positivt resultat for både stifter og tredjemand.
- Dårlig stifter: Denne mangler enten evnerne til at drive, eller har ikke planer om at overholde sine forpligtelser over for tredjemand. Indgår der samarbejde med denne, medfører det tab for tredjemand.
 - Det er denne stiftertype, der skaber problemet med moral hazard.

Det antages at dårlige stiftere altid ender ud i konkurs/opløsning, hvorved tredjemand taber værdien af hovedstolen/det indskudte, og de indtægter, der ellers ville følge af lånet/investeringen.

Stifter er i vores eksempel spiller 1, og er placeret til venstre for kommategnet i de angivne værdier i matrixen (spiller 1, spiller 2)

Disse stiftertyper går igen igennem hele kapitlet.

Sandsynlighed for god/dårlig stifter

Det antages, at fordelingen af gode stiftere/dårligere stiftere er 75/25, som det også fremgår af vores signaleringsspil nedenfor. Disse sandsynligheder er opsat på baggrund af erhvervsstyrelsens rapport, der fastslår at 75% af alle IVSer stiftet i perioden 2014-2017, stadigvæk anføres som "normal".¹⁴⁷ Disse tal inkluderer ikke holdingselskaber.

At et selskab stadigvæk er aktivt, er ikke ensbetydende med, at der tale om en god stifter, og fordi et selskab er blevet lukket, er der heller ikke nødvendigvis tale om en dårlig stifter. Dog giver tallene en mulighed for at fastsætte nogle sandsynligheder, der er baseret på virkelige tal, og giver et mere sandfærdigt billede, end havde vi baseret sandsynlighederne på baggrund af rene antagelser.

Disse sandsynligheder er långiverens – det vil sige, at det er på baggrund af disse, at de agerer i spillet.

Strategier

Stifter kan vælge mellem to strategier: IVS/ApS.

Långiver kan vælge mellem to strategier: Lån/Intet Lån

Stiftelsesomkostninger

Der antages ikke at være nogle stiftelsesomkostninger for IVSet, mens stiftelsesomkostninger (den indskudte selskabskapital) for ApSet udgør 1.

Så snart de er indskudt, antages det i denne analyse, at stiftelsesomkostningerne er bundet i selskabet, og at stifter ikke kan få nytte af disse igen, såfremt lånet gives, og selskabet kommer i drift.

En stifter, der ikke får lån, men har valgt ApSet, kan altså få stiftelsesomkostningerne igen.

Långiveren er den eneste, der har mulighed for at få pengene ved det scenarie, at selskabet skulle gå konkurs, og långiveren har tilgodehavender.

¹⁴⁷ *Analyse af iværksætterselskaber*, s. 19

Stiftelsesomkostninger IVS = 0

Stiftelsesomkostninger ApS = 1

Lån

Lånets hovedstol er lig 2. Såfremt lånet ydes til en dårlig stifter, har lånet en værdi af 2 for denne stifter, da de lånte penge bruges til stifters egen nytte, og ikke i et forsøg på at drive virksomheden. For den gode stifter, har hovedstolen ikke nogen værdi for stifter, efter den er tilbagebetalt.

Långiver kan søge betaling i stiftelseskapitalen på 1 ved konkurs, såfremt selskabet stiftes som ApS, hvilket også långivers eneste mulighed i forbindelse med konkursen.

Det kan anfægtes, at et lånebeløb, der svarer til 2 gange stiftelsesomkostninger for et ApS er lavt. Men en stor del af de virksomheder, der reelt anvendte IVSet, fungerer inden for serviceerhvervene, hvilket generelt er mindre kapitaltunge virksomheder, end f.eks. mere kapitaltunge produktionsvirksomheder og lignende.¹⁴⁸ Ydermere har vi ved udarbejdelsen af de nedenstående spil anvendt forskellige værdier, hvor billedet har peget i samme retning.

Låneomkostninger

Låneomkostningerne udgør 0.5, og er renteudgifterne, som er knyttet til lånet. Der antages ikke at være yderligere udgifter ved lånet. Låneomkostningerne udgør afkastet for långiver, såfremt lånet tilbagebetales. Det vil sige, så længe lånet gives til en god stifter.

Så længe renteudgifterne er over 0, men under hovedstolens værdi, vil resultatet af vores nedenstående analyse være den samme.

Søgeomkostning for låntager

Disse søgeomkostninger udgør udgifterne ved udarbejdelse af forretningsplan og andre lignende omkostninger, herunder alternativomkostninger. Disse er nødvendige for at kunne få et lån.

Søgeomkostninger er lig 1.

Positiv drift

Det antages, at selskabet ikke kan drives, såfremt der ikke skaffes kapital. Hvis der skaffes kapital, kan selskabet fortsætte, og der er en indtjening på 4.

Stifter afhængig af kapital

Det antages, at stifter er afhængig af at kunne skaffe kapital, mens långiveren over for den enkelte låntager, har råd til at sige nej. Det er derfor långiveren, der sidder med den største forhandlingsmagt.

Spillerne er som udgangspunkt risikoneutrale

I den primære analyse af spillet, antages det, at begge spillere er risikoneutrale, det vil sige, at de slet ikke tager risiko ind i overvejelserne, men kun fokuserer på hvor der kan opnås det højeste afkast.

Vi vil dog efterfølgende nuancere denne antagelse, og vurdere effekten af, at risikoaversion bringes ind i ligningen.

¹⁴⁸ Redegørelse om vækst- og konkurrenceevne 2018, Erhvervsstyrelsen

Signalering

Til at illustrere hvordan man som stifter kan anvende signalering til at adskille sig fra andre stiftere, har vi opstillet nedenstående spiltræ.

Scenariet

I det følgende scenarie, er der to stiftere og én långiver. Når långiveren sidder med hver af de to stiftere, så defineres scenariet af det samme spiltræ. Målet for begge stiftere er at komme derfra med et lån, og begge stiftere er gode. Det er kun den ene stifter, som har mulighed for at lægge stiftelsesomkostningerne på 1, der skal anvendes til at stifte ApSet.

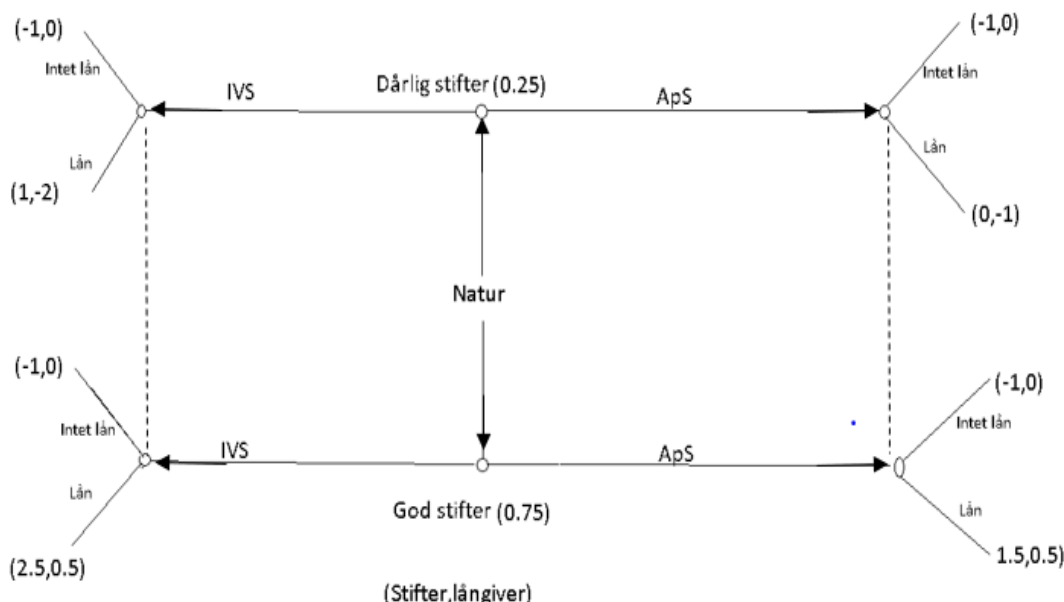
Långiver står overfor 2 stiftere, som begge søger finansiering. Der er ikke tale om en dårlig stifter og en god stifter, men derimod to gode stiftere, hvor kun den ene part har råd til at stifte et ApS og den anden part ikke har.

Långiver ved dog ikke, at begge stiftere er gode, men forventer, at der er en 75/25-fordeling mellem gode og dårlige stiftere, og ud fra denne formodning foretager långiver sit valg.

Långiver vælger kun at finansiere én af virksomhederne, da de er ens, og derfor ville være konkurrenter i et nulsumsspil, hvorfor det ikke giver mening for långiver at yde lån til begge stiftere,¹⁴⁹ da långiveren ville tabe lige så meget som den ville vinde, ved at investere i begge virksomheder.

Nedenfor vil vi forsøge at gennemgå hvordan långiver opdaterer sine forventninger om modparten (stifteren), på baggrund af de valg, som stifter træffer. Her er stifters muligheder enten IVS eller ApS.

Spiltræet er opstillet med inspiration fra et spil i *Game Theory and the Law*,¹⁵⁰ men vi vil dog ikke yderligere anvende fremgangsmetoder/tematikker, der fremgår af spillet i bogen.



¹⁴⁹ *Game Theory and the Law*, s. 316: Et nulsumsspil, er et spil, hvor stigning i payoff hos den ene spiller, medfører et fald i payoff hos den anden spiller.

¹⁵⁰ *Game Theory and the Law*, s. 127

Til at beskrive processen vil vi gennemgå spillet skridt for skridt:

Den dårlige stifter

Først starter vi med at kigge på hvad, der er mest optimalt i det tilfælde selskabet stiftes som et ApS:

Det mest optimale i denne situation er, hvis der gives lån.

Såfremt der ikke optages lån, har stifteren haft en udgift på i alt 1 til søgeomkostninger, men der ikke kommer nogen penge ind i selskabet. Långiveren taber ikke noget, da der ikke gives lån, så payoff er (-1,0).

Hvis der ydes lån til virksomheden, får stifter et afkast på 0, da långiveren tager stiftelseskapitalen til at dække noget af tabet på hovedstolen, der er søgeomkostninger på 1, mens stifter får hovedstolen på 2.

Långiveren får kun dækket halvdelen af hovedstolen og får derfor -1, så payoffs er (0,-1)

Derfor vil dårlig stifter, der vælger ApSet, enten ende med 0 eller -1.

Dette tal skal så sammenlignes med situationen hvor dårlig stifter har valgt IVSet:

Såfremt der er valgt IVS, og der ikke gives noget lån, er værdien (-1,0), da søgeomkostninger på 1 tabes, og långiveren taber ikke noget, da lånet ikke gives.

Såfremt långiveren vælger at låne pengene ud, fås værdierne (1,-2). Stifter opnår værdien af lånet fratrasket søgeomkostninger, og långiveren taber værdien af lånet på 2.

Nu kigger vi på den mest optimale strategi for dårlig stifter.

En dårlig stifter vil derfor altid vælge IVSet, da $-1 = -1$ (der gives ikke lån), og $1 > 0$ (der gives lån). IVS er derfor en dominerende strategi for den dårlige stifter.

Dette ændrer i vores sandsynligheder for de stiftere, som vælger ApS. Långiveren ved nu, på baggrund af ovenstående, at en stifter som vælger ApSet, altid være en god stifter, og dette ændrer sandsynligheden for god stifter til 1, og dårlig stifter 0, i de tilfælde hvor der er tale om et ApS.

Den forventede værdi for långiveren ved ApS, er nu lig långiverens afkast ved lån på 0.5, grundet sandsynligheden på 1, jf. formlen for forventet afkast.

Det er nu relevant at beregne långiverens forventede afkast, i de tilfælde, hvor der ydes lån til alle stiftere, der har valgt at drive selskabet som IVS, samt i de tilfælde hvor alle investorer, der har valgt at drive selskabet som et ApS.

Långivers forventede afkast

Når långiver finansierer en god stifter, opnås der et afkast på 0.5, der udgør renteindtægterne.

Der gives lån til alle ApSer

$$p_i = 1$$

$$R_i = 0.5$$

$$E(R)_{ApS\ G} = 0.5 * 1 = 0.5$$

Ved långivning til alle ApSer, får långiveren et forventet afkast på 0.5.

Dette implicerer også, at standardafvigelsen på afkastene er lig 0, da afkastet for god stifter, ApS, er det eneste afkast der kan realiseres. Derved er der ikke nogen risiko ved investering i disse.

Der gives lån til alle IVSer

Forventet afkast IVS god stifter:

$$p_i = 0.75$$

$$R_i = 0.5$$

$$E(R)_{IVS\ G} = 0.75 * 0.5 = 0.375$$

Forventet afkast IVS dårlig stifter:

$$p_i = 0.25$$

$$R_i = -2$$

$$E(R)_{IVS\ D} = 0.25 * -2 = -0.5$$

Forventet afkast ved lån til alle IVSer:

$$E(R)_{IVS\ G+D} = 0.375 - 0.5 = -0.125$$

Ud fra ovenstående ses det, at långiverens forventede afkast ved at give lån til alle ApSer giver et højere forventet afkast, end ved investering i alle IVSer, da $0.5 > -0.125$.

I forhold til beregning af standardafvigelsen for långiver, herunder først variansen, beregnes det procentuelle afkast på baggrund af lånebeløbet på 2.

Afkast IVS god stifter: $0.5/2 = 25\%$

Afkast IVS dårlig stifter: $-2/2 = -100\%$

Det vil sige, at for investering i en god stifter, der vælger IVS, opnås der et afkast på 25%, og for investering i en dårlig stifter, der vælger IVS, opnås et afkast på -100%, da hele hovedstolen går tabt.

Det forventede afkast i procent: $-0.125/2 = -6.25\%$

Nu kan variansen så beregnes på baggrund af den tidligere angivne formel:

$$\text{Variansen} = \sigma^2 = 0.75 * [25\% - (-6.25\%)]^2 + 0.25 * [-100\% - (-6.25\%)]^2 = 29.3\%$$

Efterfølgende beregnes standardafvigelsen:

$$\sigma = \sqrt{29.3\%} = 54.13\%$$

Ud af ovenstående kan det udledes, at långiver aldrig vælger at finansiere IVSet, da det ud fra et forventet afkast, ville medføre, at der lides et tab.

Långiver er indifferent mellem at finansiere et IVS og et ApS, så længe lånet gives til en god stifter.

Ydermere er der ikke nogen risiko/chance for, at afkastet afviger ved valg af ApSet, da sandsynligheden er lig 1.

$$ER_{ApS\ G+D} = 1 * 0.5 + 0 * -1 = 0.5$$

Samtidig er der ikke mulighed for, at långiver kan påtage sig mere risiko ved valg af IVSet, og samtidig opnå et potentiel højere afkast af lånet. Det maksimale afkast långiveren kan få, uafhængigt af hvilken selskabsform der gives lån til, er 0.5. Derfor vil selv en fuldkommen risikoneutral långiver ikke foretrække disse, men højst være indifferent, da afkastet ikke er højere, hvilket også følger af the mean variance rule.

Som nævnt i risikoafsnittet, er der også den risikoperverse tilgang, men denne er kun teoretisk, og hører i hvert fald ikke til under långivning.

Den gode stifters forventede afkast

Som redegjort for ved formelen for forventet afkast, afhænger det forventede afkast af sandsynligheden for et bestemt udfald, samt værdien af dette udfald.

Det vil altså sige, at det forventede afkast er lig afkastet ved optagelse af lån, for henholdsvis IVS og ApS, da stifter selv er bevidst om hvilken type denne er, hvorfor sandsynligheden er lig 1.

Afkast ved IVS

Afkastet ved anvendelse af IVSet er lig 2.5. Selskabet opnår en indtjening på 4 efter, at der er skaffet kapital. Herefter trækkes der 1 fra, der udgør søgeomkostninger, samt en halv fra, der udgør udgifterne til lånet. Derved opnås der i sidste ende et afkast på i alt 2.5

Vi fokuserer ikke på afkastet for dårlig stifter i dette tilfælde, da vi, som nævnt, fokuserer på 2 gode stiftere.

Afkast ved ApS

Her er regnestykket det samme som for IVSet. Dog trækkes der 1 ekstra fra, der udgør udgifterne til stiftelse af ApSet. Derfor opnår stifter et afkast på 1.5.

Stifter opnår altså, modsat långiver, det højeste afkast ved valg af IVSet.

Der er derfor en interessekonflikt, hvor det er i långivers bedste interesse at finansiere et ApS, mens det er i den gode stifters bedste interesse at drive selskabet som et IVS.

Långiver ville være indifferent imellem at finansiere en god stifter, der har valgt IVSet, eller at finansiere en god stifter, der har valgt ApSet. Men grundet den asymmetriske information, er det ikke muligt for långiveren kun at finansiere de gode stiftere, der har valgt IVSet.

Den gode stifter, der kan stifte ApS

Som nævnt oven for, vil långiveren altid vælge at finansiere en stifter, der har valgt ApSet, da der her opnås det højeste forventede afkast.

Stifteren, der har mulighed for at stifte ApS, er bevidst om dette, og i denne situation er hans eneste mulighed for at differentiere sig fra den anden gode stifter at vælge ApSet, trods det lavere afkast.

Såfremt begge parter vælger IVSet, vil långiver vælge ikke at finansiere nogle af parterne, da der opnås et negativt forventet afkast.

Såfremt der ændres i sandsynlighederne, således at det forventede afkast for långiver er større end 0 ved IVSet, vil det stadigvæk være mere fordelagtigt for god stifter at vælge ApSet.

Der er i denne situation en 50/50 % chance for, at långiver vælger lige netop den gode stifter, der kan stifte ApSet, hvorved det forventede afkast for begge stiftere ændres;

$$\text{Forventet afkast for god stifter, IVS: } E(R)_{IVS \text{ god stifter}} = 0.5 * 2.5 + 0.5 * -1 = 0.75$$

Da $0,75 < 1.5$, opnår stifteren altså et højere forventet afkast, ved at stifte selskabet som et ApS, end ved at tage chancen og satse på, at denne får tildelt lånet ved valg af IVS.

Her skal det huskes, at stifters forventede afkast ikke påvirkes af sandsynlighederne.

Ud fra en pareto-betragtning, er det ikke den mest efficiente løsning, da man ved en god stifter, der vælger IVSet, stiller denne bedre, uden at långiver stilles dårligere;

$$(2.5, 0.5) > (1.5, 0.5)$$

Den gode stifter, der kun kan stifte IVS

Den gode stifter, der kun har mulighed for at stifte et IVS opnår, som nævnt, et afkast på 2.5 såfremt selskabet finansieres.

Problemet for denne stifter er dog, at den ikke har mulighed for at signalere til långiver, at der er tale om en god stifter, hvorved lånet altid vil blive givet til den konkurrerende stifter, såfremt denne vælger ApSet.

Den eneste mulighed for stifteren i dette tilfælde er optage lånet til en højere rente, således, at der opnås et forventet afkast for långiver, tilsvarende eller højere end det, der opnås ved finansiering af ApSerne.

Højere låneomkostninger

Såfremt låneomkostningerne (der er långivers indtjening) ændres fra 0,5 til 1,333, stiger långivers forventede afkast fra -0,125 til 0,5 hvorved der nu opnås det samme forventet afkast, som ved finansiering af ApSet.

$$\text{Forventet afkast långivning IVS: } E(R) = 0,75 * 1,333 + 0,25 * -2 = 0,5$$

Hvis man kun kigger på de forventede afkast på basis af de nye låneomkostninger, bør det være optimalt for den gode stifter, der kun kan vælge IVSet, at vælge IVSet, og optage lånet til en højere rente, da det er det eneste scenarie, hvor lånet potentielt gives.

Stigningen i renteudgifterne medfører, at stifterens forventede afkast falder fra 2,5 til 1,667, hvilket stadig er højere end det forventede afkast ved valg af ApSet.

Dog kan det stadigvæk betale sig for den dårlige stifter at stifte et IVS, hvorved den gode stifter ikke kan signalere sin type ved at acceptere stigningen i låneomkostningerne.

Under antagelse af, at långiver er fuldkommen risikoneutral, ville denne nu være indifferent mellem at yde lån til et IVS eller ApS, da det forventede afkast er det samme.

Herved bliver der igen tale om en "heads-and-tail"-situation, hvorfor det forventede afkast ved valg af IVSet for den gode stifter nu er 0,335:

$$1,667 * 0,5 - 1 * 0,5 = 0,335$$

Som nævnt oven for, er långiver som udgangspunkt indifferent mellem at låne til ApSet til den lavere rente, og låne til IVSet med den højere rente. Denne påstand tager dog ikke højde for långivers tilgang til risiko. For at kunne analysere på dette, er det nødvendigt at beregne standardafvigelsen for de nye tal.

Afkastet for långiver ved god stifter er nu $1,333 = 67\%$

Afkastet for långiver ved dårlig stifter IVS er stadig $-2 = -100\%$

Som nævnt oven for, er det forventet afkast for investeringer i alle IVSer nu $0,5 = 25\%$.

Beregning:

$$\text{Variansen} = \sigma^2 = 0,75 * [67\% - 25\%]^2 + 0,25 * [-100\% - 25\%]^2 = 52,07\%$$

$$\text{Standardafvigelse} = \sigma = \sqrt{52,07\%} = 72,16\%$$

Selvom standardafvigelsen i denne opgave benyttes som et parameter for risiko, skal det dog bemærkes, at denne investering ikke potentielt påfører långiver et større tab, end hvis renten ikke var blevet sat op, selvom standardafvigelsen for de nye lånevilkår er større end ved de oprindelige vilkår.

Den højere standardafvigelse er primært et resultat af, at det forventede afkast ved god stifter er steget fra 25% til 67%, mens det negative afkast ved en dårlig stifter ikke har ændret sig, hvorved der nu er en større spredning. Det kan derfor diskuteres, om stigningen i standardafvigelsen i stedet skal betegnes som en stigning i chancen for at realisere et højt afkast, og derfor ikke udgør en større risiko.

Såfremt der er tale om en långiver, der hovedsageligt er risikoavers, vil denne hellere yde lån til ApSet, da der har opnået et tilsvarende afkast, helt uden risiko. Det betyder også, at chancen for en større gevinst ikke er tilstede, men som redegjort for tidligere, foretrækker en risikoavers investor det sikre afkast fremfor det høje afkast. Dette følger til dels også logikken i 'mean variance rule', da det samme forventede afkast opnås, men uden større risiko.

I de tilfælde, hvor långiveren hælder til den risikoneutrale side, vil der være en større formodning for, at lånet gives til IVSet med de høje låneomkostninger. Det forventede afkast er det samme, men der er en mulighed for at modtage 1,333 frem for 0,5. Dette passer ind med risikoneutraliteten, hvor der kun fokuseres på hvor, der kan opnås det højeste afkast, uafhængigt af den tilhørende risiko. En långiver der vælger IVSet i dette scenarie, vægter altså den høje gevinst højere, frem for det sikre afkast, der fås ved at yde lån til ApSet.

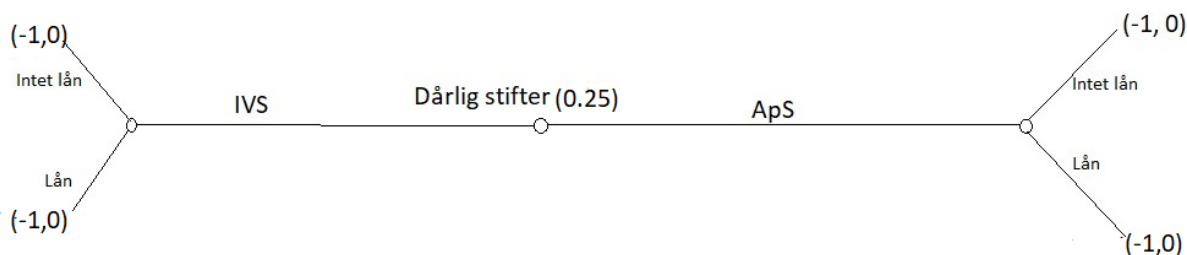
Screening

Det er ikke kun den gode stifter, der har mulighed for at foretage et træk, som afslører hvilken type stifter er. Långiver har mulighed for at foretage en handling, der tvinger modparten til at afsløre sin type.

I denne afhandling handlingen af et krav om personlig kaution hos stifter, som sikkerhed for lånebeløbet. Kautionen dækker kun lånets hovedstol,¹⁵¹ hvorfor vi holder renteudgifterne ude af spillet.

Dette vil ikke have nogen betydning for den gode stifter, da denne altid overholder sine forpligtelser, jf. de tidligere gjorde antagelser, og derfor ændrer afkastene sig ikke for denne.

Den dårlige stifter derimod står til at miste lånets værdi således, at afkastene for den dårlige stifter nu er følgende:



Af ovenstående kan det ses, at en dårlig stifter aldrig vil optage lån, såfremt der bliver kautioneret i stifters personlige formue. Dette ses ved, at denne stifter aldrig har mulighed for at opnå et positivt afkast, hvorfor det ikke er interessant at søge lånet. Stifter taber altid søgeomkostningerne på 1.

Långiver bliver stillet, som var lånet aldrig indgået, da hele hovedstolen dækkes. Der opnås ikke nogen renteindtægter, da der ikke kan kautioneres for disse, jf. antagelserne til screeningsspillet.

Långiver ved på baggrund af ovenstående, at såfremt stifter ikke stiller kaution, må der være tale om en dårlig stifter, og derved kan långiveren undgå at indgå låneaftaler med dårlige stiftere. I dette tilfælde ville det ydermere være af mindre betydning, da långiveren altid har dækning for lånet. Dette er under antagelsen af, at långiveren har sikret sig, at stifter er i stand til at indfri kautionen, skulle det blive aktuelt. Derfor opnår långiver altid et afkast på 0,5 ved lån, uanset selskabsform.

Derfor vil man opnå en situation, hvor det ikke længere er muligt at signalere sin type ved valg af ApSet. Dette er pareto optimalt, da en god stifter stilles bedre ved IVSet, uden at långiver stilles dårligere.

Det er nu heller ikke nødvendigt at øge låneomkostningerne for IVSet, for derved at opnå det samme forventede afkast som for ApSet.

Långiver vil i den virkelige verden i høj grad sikre sig, at der er en vis dækning for lånet,¹⁵² og det er derfor til dels utænkeligt, at man ville støde på afhandlingens eksempel for signalering i den virkelige verden, hvor långiver aldrig kan komme efter personen såfremt der er tale om en dårlig stifter.

Det skal derfor påpeges, at vores eksempel er stiliseret, og skal understrege og fremhæve vores pointer, mere end danne et virkelighedsnært billede.

Det er værd at bemærke, at långivere i virkeligheden taber penge på nogle udlån, også til ApSerne, og dette er et resultat af, at stifteren ikke altid har mulighed for at dække det fulde tab ved konkursen, trods

¹⁵¹ Information om privat kaution og tredjemands pant, 2015.

¹⁵² Valg af virksomhedsform, s. 63

antagelsen ovenfor. Långiveren vil derfor være mere tilbøjelig til at låne penge til stiftere, der stifter et ApS, da denne trods alt risikerer mere af egen formue, og afledt heraf, må långiveren have større tiltro til disse. Det er altid i långivers interesse, at lånet placeres i en virksomhed, der ender med at tilbagebetale hovedstolen + renterne, da långiveren i tilfælde af, at kautionen aktiveres, ikke tjener penge, men kun får dækket hovedstolen.

Konklusion for stifter/långiver-forholdet

Et af de mest anvendte argumenter for IVSet er den begrænsede hæftelse, men den begrænsede hæftelses reelle effekt, bliver undermineret, grundet pointen om, at den dårlige stifter i højere grad vælger at stifte et IVS. Derfor vil stifteren ved indgåelsen af lånet skulle stille kaution.

Dette er dog også et krav, der gør sig gældende for ApSet, da 50.000 kr. trods alt ikke rækker langt ved dækning af lån.

Långiver kan så komme dette i møde ved at tilbyde lånene til en højere rente, eller stille krav om, at låntager stiller en form for garanti/kaution i sin personlige formue.

Hermed skal det ikke forstås, at der aldrig ydes lån til IVSerne.

Ovenstående redegørelse viser dog et billede af, at man som stifter stiller sig dårligere i forhold til, hvis der var blevet stiftet et ApS i stedet. Samtidig er der en kraftig formodning for, at ambitiøse og kapable stiftere vil være i stand til at skaffe 50.000 i startkapital.

Långiverne har derfor en formodning for, at stiftere, der har valgt IVSet, enten er mindre dygtige eller mere risikovillige efter stiftelse, og der derved er en større sandsynlighed for, at selskabet går konkurs, og långiveren derfor ikke får de udlånte penge igen. Långiveren er som nævnt ikke altid sikker på, at den får de udlånte penge igen, heller ikke selvom stifteren stiller kaution i sin private formue.

Samtidig kautionerer man som udgangspunkt kun for lånets hovedstol, hvorved långiveren ikke tjener penge på låneforholdet, i de tilfælde, hvor lånet misligholdes.¹⁵³ Långiveren får kun dækket lånets hovedstol, og dette dækker ikke de omkostninger, der ellers følger af at drive forretning som långiver.

Dog må det formodes, at så snart hovedstolen er tilstrækkelig høj, vil valget af selskabsform have en begrænset effekt, og långiver vil i højere grad fokusere på andre elementer hos stifteren.

Dette fremgår af spillet, hvor en høj hovedstol vil medføre, at den dårlige stifter stadigvæk opnår et positivt afkast ved valget af ApS.

Analyse af forholdet mellem stifter og kreditstiller

I dette afsnit vil vi ikke opstille et spil, som vi ellers har gjort ved situationen over for långiver og over for investor.

Dette baseres primært på det faktum, at kreditorer ikke som sådan handler med kapital, men tilbyder en service, der kan være nødvendig for, at de kan sælge deres produkter, da mange virksomheder ikke nødvendigvis besidder en tilstrækkelig likviditet til at betale 'up front'. Samtidig er forholdet anderledes, da det her må forventes, at selskabet og kreditstiller har indgået en aftale om salg/køb af en vare eller tjenesteydelse, og kreditten afledes heraf.

¹⁵³ Information om privat kaution og tredjemands pant, 2015.

Derfor er der ikke det samme "konkurrenceelement", som det ses ved de to andre situationer, hvor kapitalen er begrænset og derfor bliver den enes død den andens brød. Det er ikke utænkeligt, at kreditstilleren fravælger et selskab frem for et andet, men de er dog også afhængige af varesalget, og kredit er et almindeligt markedsvilkår for mange virksomheder.

På den anden side kan kreditstiller også levere et produkt, der er nødvendigt for at stifter kan drive sit selskab, og såfremt der ikke er mange der leverer en lignende ydelse, er magtbalancen tippet til fordel for kreditstiller.

Kreditors retskrav på betaling opstår ikke på baggrund af kreditten der stilles, men som udgangspunkt på baggrund af den vare/tjenesteydelse, der leveres til kreditor. Kreditten er en yderligere tjeneste, der ydes til selskabet, således at de har mulighed for at skaffe penge til at betale udeståendet.

Stifter, hverken god eller dårlig, kommer ikke til at få yderligere udgifter ved få stillet kreditten, og det skyldige beløb vil stadigvæk kun være købesummen.

Signalering

En del af tankerne fra långiverforholdet går her igen.

Kreditten er en fordring, som kreditor har på selskabet. Overskuddet som kreditstilleren opnår, er det overskud kreditstilleren får i forbindelse med handlen.

En forskel i forhold til långiver-scenariet er dog, at magtbalancen mellem kreditstiller og kredittager er mere lige. Alt afhængigt af kreditstillernes størrelse på markedet, kan denne være mere afhængig af hver enkelt kunde, end det for eksempel ses hos långiverne, der lettere kan leve uden en enkelt kunde.

Kreditor ved, at stifteren ved valg af IVSet ikke tager de store risici i forhold til den private økonomi, da selskabets kreditorer som udgangspunkt ikke kan søge godtgørelse i andet end de aktiver, der er i selskabet. Det kan derfor jf. ovenstående afsnit ikke betale sig for en dårlig stifter at stifte et ApS, men i stedet vælge IVSet.

Kreditor vil have sine betænkeligheder ved at påtage sig hele risikoen ved kreditstillingen, når stifter ikke selv ønsker at indskyde de 50.000 det kræver for at stifte ApSet.

Stifter kan ved stiftelse af ApSet signalere, at denne er villig til at risikere nogle af sine egne penge, hvilket immervæk taler for, at stifter er mere forsigtig, og at denne er mere ambitiøs omkring og har mere tiltro til sin egne evner som stifter.

Screening

Det mest almindelige argument for at stifte IVSet er, at man kan drive en virksomhed med begrænset hæftelse, uden at skulle risikere hele sin personlige formue. Det antages, at kreditstilleren er bevidst om kendetegnene ved IVSet, og vil derfor sikre sig, at betalingen modtages. Dette kan den gøre på samme måde som långiver, nemlig ved, at stifter stiller sikkerhed i sin personlige formue.

Derved kan kreditstillere altså screene for stiftere, der ikke har forventning om at kunne komme til at betale kreditten eller ikke har i sinde at tilbagebetale den, hvorfor det kan kræves, at betalingen falder up front, eller at handlen ikke indgås.

Konklusion for stifter/kreditstiller-forholdet

Ligesom ved långiverforholdet, er det altså vores vurdering, at der ved stiftelse af IVSet ville være en øget skepsis hos kreditstiller. Kreditstiller er dog afhængig af at have kunder, og kredit er et normalt handelsvilkår i mange situationer, hvorfor kreditor skal afveje risikoen for at stille kredit til en dårlig over for indtjeningen ved en god stifter.

Analyse af forholdet mellem stifter og investor

Denne del af analysen sigter på at redegøre for de overvejelser man som stifter/investor gør sig i den initiale fase af forholdet, frem til beslutningen om at investere/ikke investere.

Ligesom for forholdet mellem stifter og långiver, vil vi hovedsageligt benytte teorier fra corporate finance-faget og spilteori.

Vi benytter os igen af et spiltræ, som vi selv har opstillet. Endnu en gang skal det bemærkes, at dette spiltræ ikke repræsenterer virkeligheden helt nøjagtigt, men igen forsøger vi at redegøre for tankerne bag, hvorfor stifter/investor vælger som denne gør, på baggrund af spillet.

For at kunne foretage analysen, har det været nødvendigt at gøre følgende antagelser:

Strategier

Investor: Investor/ -Investor

Stifter: IVS/ApS

Investor erhverver 30 % af selskabet

Investor erhverver 30 % af selskabet til en pris på 2. Såfremt investor erhverver mere end 1/3 af selskabet, har stifteren ikke længere 2/3-flertal, der kræves for at foretage vedtægtsændringer,¹⁵⁴ hvorved der reelt afgives kontrol af selskabet. Ved 30 % har investor derfor ikke mulighed for at påvirke driften af selskabet direkte, men er afhængig af hvordan stifter klarer sig.

Investeringen medregnes i værdierne for stifter.

Som følge af, at investoren ikke anskaffer mere end 30%, udelukker vi venture capital-investorerne. Disse indtræder, som tidligere redegjort for, tidligt i forløbet, og er villige til at påtage sig en stor risiko. Som konsekvens heraf, erhverver de dog også som oftest så store andele i selskabet, at de overtager styringen af selskabet,¹⁵⁵ og dette er ikke de scenarier vi ønsker at kigge på.

Det er derfor nærmere business angels vi analyserer på, hvilket også til dels ses ved, at det investerede beløb kun er 2.

Stiftelsesomkostninger for ApS

Stiftelsesomkostninger udgør stadigvæk 1, og er en sunk cost for den gode stifter, såfremt investeringen modtages, og selskabet anvendes til drift.

Den dårlige stifter kan dog likvidere selskabet efter, at denne har interageret med investor. Modtages investeringen, har investor ret til 30% af beløbet efter likvidationen, hvorved;

Stifter får 70% af stiftelsesomkostningen: $1 * 0,7 = 0,7$

Investor får 30% af stiftelsesomkostningen: $1 * 0,3 = 0,3$

Positiv driftsindkomst

For ApSet skaber driften af selskabet i hele investeringens løbetid et overskud på i alt 4, der fordeles efter ejerandele.

Investor modtager derfor 1,2 ($4 * 0,3$) af dette overskud, og stifter modtager 2,8 ($4 * 0,7$)

¹⁵⁴ Se afsnit om ledelse under redegørelse af for anden selskabsretlig regulering af kapitalselskaber

¹⁵⁵ *Funding New Ventures: Some strategies for raising early finance*

For IVSet skabes der også en positiv driftsindkomst på 4, men her fratrækkes 1, der udgør værdien af de 50.000, der skal opspares i selskabet, før der kan udbetales udbytte.

Investor modtager derfor 0,9 af overskuddet: $3 * 0,3 = 0,9$

Stifter modtager 2,1: $3 * 0,7 = 2,1$.

Søgeomkostninger for stifter

Det kræver ressourcer for stifter at finde frem til investorerne. Ydermere skal der bruges ressourcer på at fremstille en eller anden form for produkt, der kan bruges til at sælge stifters idé til investor. Udgiften er på 1.

Fremtidigt salg af investors ejerandele

Investor sælger ved engagements afslutning ejerandelen, i de scenarier, hvor der er tale om en god stifter.

De 30% sælges til en værdi af 2. Det bemærkes, at værdien af aktivet ikke er steget, da det antages, at der i perioden op til salget, er sket udbetaling af udbytte, hvorved ejerandelens værdi er faldet umiddelbart efter udbyttebetalingen.¹⁵⁶

Derfor udgør den positive driftsindkomst som udgangspunkt det eneste afkast for investor.

Stifter afhængig af kapital

Stifter kan ikke få gang i driften af selskabet, såfremt det ikke lykkes at fremskaffe risikovillig kapital, mens investor ikke behøves at investere.

Stifter, der har valgt ApSet og ikke modtager investeringen, går konkurs og mister søgeomkostningerne.

IVSet kommer aldrig i gang, og mister kun søgeomkostningerne.

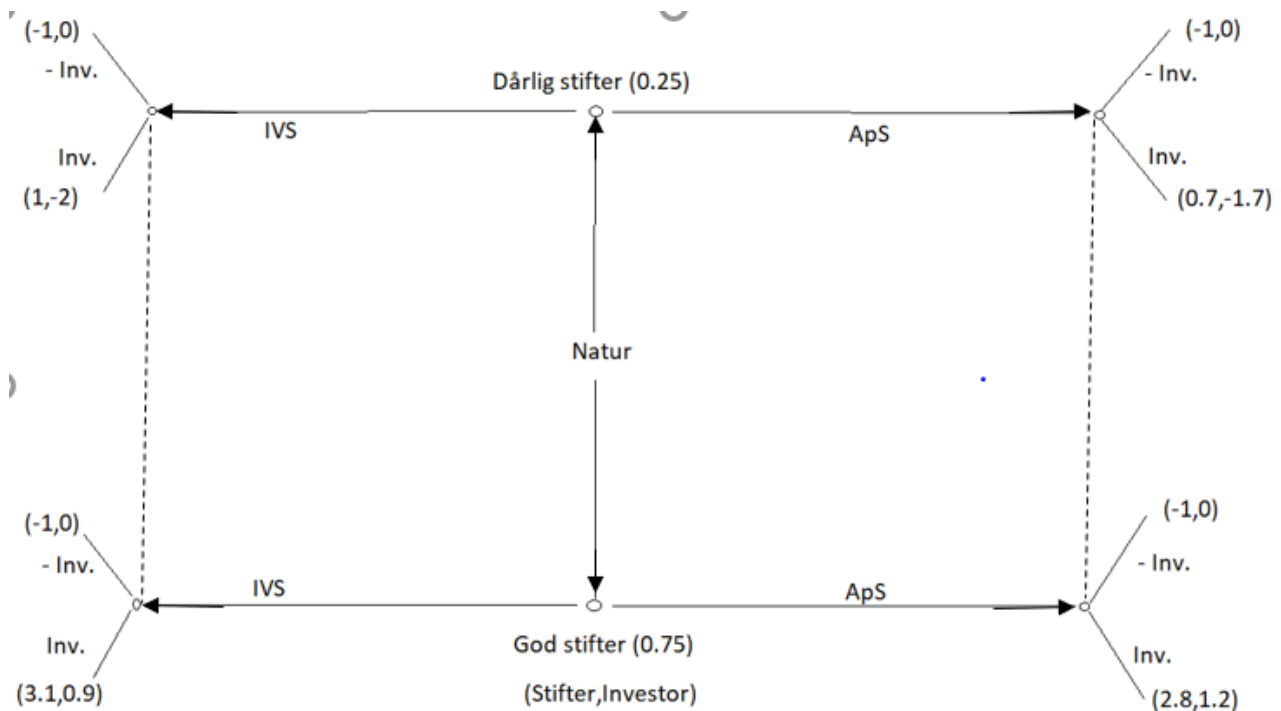
¹⁵⁶ *Price Changes of Stock-Dividend Shares at Ex-Dividend Dates*, C. Austin Baker

Signalering

Det nedenstående spiltræ anvendes til at analysere på, hvordan en god stifter kan, hvis muligt, signalere sin type over for investoren.

Scenariet

I det følgende scenarie er der to gode stiftere, der begge søger risikovillig kapital, og én investor, der kun kan finansiere én af de to stiftere. Begge stifters projekter er ens, og den eneste forskel er, at den ene stifter har mulighed for at stifte et ApS, og den anden har ikke.



157

Som ved stifter/långiverforholdet, vil vi igen gennemgå spillet skridt for skridt.

Først kigger vi på den dårlige stifter:

På baggrund af ovenstående spil, og de forudgående antagelser, stilles stifter altid bedre eller lige så godt, ved valg af IVSet, frem for ApSet.

Ved valg af ApSet taber dårlig stifter 1 ved ingen investering (stiftelsesomkostning + søgeomkostning)

Hvis der investeres, får stifter 0,7 (investeringen på 2, minus stiftelsesomkostningen på 1, samt søgeomkostning på 1 + likvidationsbeløbet på 0,7). $2 - 1 - 1 + 0,7 = 0,7$

Ved at vælge ApSet, har dårlig stifter et forventet afkast på -0,15: $0,5 * -2 + 0,5 * 0,7 = -0,15$.

Vi beregner det forventede afkast, da den dårlige stifter i dette spil, kan opnå et positivt afkast ved at stifte ApSet.

¹⁵⁷ Spiltræ selv opstillet

Ved valg af IVSet opnås der enten et afkast på 1, hvis der investeres i selskabet (investering på 2 fratrasket søgeomkostning på 1), eller et afkast på -1 (søgeomkostningen), såfremt der ikke investeres.

Ved at stifte et IVSet har stifter et forventet afkast på 0: $0,5 * -1 + 0,5 * 1 = 0$.

Derfor vil dårlig stifter som udgangspunkt vælge IVSet, da stifter her stilles bedre ved investering ($1 > 0,7$), og stilles ens ved ingen investering ($-1 = -1$). IVSet medfører også det højeste forventede afkast.

Ovenstående er givet, at stifter i nogen grad risikoavers, da en fuldkommen risikoneutral dårlig stifter ville vælge at stifte et ApS, på trods af det negative forventede afkast, og dermed opnå chancen for at få et positivt afkast på 0.7.

Forventet afkast ved investering i ApS

Dette ændrer sandsynligheden til 0 for, at en stifter, der har valgt ApSet, er en dårlig stifter. Dette medfører, at investeringer i ApSet altid giver et afkast på 1.2 for investor (Driftsresultat på 1.2 + fremtidigt salg til en værdi af 2 – den initiale investering på 2)

Forventet afkast ved investering i IVS

Såfremt investor vælger at investere i IVSet, hvor det ikke er muligt at skelne mellem god og dårlig stifter (jf. nedenfor), fås følgende forventet afkast for investor;

$$E(R)_{IVS} = -2 * 0,25 + 0,9 * 0,75 = 0,175$$

$$\text{Forventet afkast i procent} : \frac{0,175}{2} = 8,75\%$$

Dernæst kigger vi på den gode stifter:

Den gode stifter har ligesom den dårlige stifter også en dominerende strategi i valg af IVSet.

Her opnås der et positivt afkast på 3.1 (Fremtidigt driftsoverskud på 2.1 + investering på 2 – søgeomkostninger på 1).

Ved valg af ApSet opnås et positivt afkast på 2.8 (Fremtidigt driftsoverskud på 2.8 + investering - søge- og stiftelsesomkostninger på i alt 2), såfremt investoren vælger projektet.

Såfremt der ikke investeres i projektet, taber stifter søgeomkostningerne ved valg af IVSet (-1), og taber både stiftelses- og søgeomkostninger, ved valg af ApSet, men kan dog trække stiftelsesomkostningerne ud igen, så tabet er (-1).

Følger begge type stiftere deres dominerende strategi, vil investor ikke kunne skelne de to fra hinanden, og det ville være tilfældigheder, der afgør hvem, som får investeringen. Dette kunne i princippet være et heads- and tail-spil, hvor der er 50/50 chance for at vinde investeringen.

Dette påvirker den gode stifters forventede afkast ved IVS, hvorfor det nu i stedet er 1,05: $3,1 * 50\% - 1 * 0,5 = 1,05$.

Derfor giver det bedre mening for den gode stifter at vælge det lavere afkast (ikke forventede afkast) ved ApSet, da stifteren her er garanteret at få investeringen, hvorved der opnås et højere forventet afkast, da $2,8 > 1,05$.

Er der tale om en meget risikoneutral dårlig stifter, vil denne stadig vælge ApSet, da det erfare, at ApSerne får investeringen.

Dette medfører dog et negativt forventet afkast for denne stiftertype, hvorfor en risikoavers stifter ikke vil vælge ApSet.

Dette påvirker også den gode stifters forventede afkast ved ApSet, hvilket nu er 0,9 ($2.8 \cdot 0,5 - 1 \cdot 0,5 = 0,9$), såfremt den dårlige stifter vælger at efterligne den gode stifter.

Her er det vigtigt at huske, at stifters konkurrent i denne sammenhæng ikke kan stifte et ApS, hvorfor investor udleder, at der må være tale om en dårlig stifter, og derfor ikke tildeler investeringen.

Resultat

Investor ved på baggrund af ovenstående gennemgang, at den gode stifter som udgangspunkt ikke vælger IVSet, og derfor må alle der vælger IVSet være dårlige stiftere. Derfor investeres der kun i ApSet, hvor investor også opnår det højeste forventede afkast, givet at det ApSet er en investeringsmulighed.

Hvis der er både et ApS og et IVS, vil investor aldrig vælge IVS, trods risikoprofil, da det højeste potentielle afkast opnås ved ApSet.

På baggrund af ovenstående analyse har vi søgt at give bevis for, hvorfor det kan være fordelagtigt for en stifter at vælge ApSet, selvom der er flere omkostninger ved dette valg.

Her er det vigtigt at huske, at stifters konkurrent i denne sammenhæng ikke kan stifte et ApS, hvorfor investor udleder, at der må være tale om en dårlig stifter, og derfor ikke tildeler investeringen.

I virkelighedens verden er det selvfølgelig ikke sådan, at IVSerne aldrig modtager finansiering, men der kan dog være en formodning for, at andelene i selskaberne i stedet bliver solgt til en lavere værdi.

Jf. afsnittet om prisen på kapital, er prisen et resultat af investors forventning om at modtage det fremtidige afkast. I dette eksempel vil investoren altid som minimum have det forventede afkast på 1.2, der opnås ved investering i ApSet, hvilket ikke opfyldes af investeringen IVSet.

Såfremt betingelsen om et forventet afkast på 1.2 skal overholdes, er det nødvendigt at sænke prisen på ejerskabet på 30%, eller tilbyde en højere ejerandel til samme pris, så investoren er berettiget til en større andel af det fremtidige overskud, eller får en større indtægt ved videresalg af ejerandelene.

Lavere pris for ejerandele

Hvis prisen på de 30% sænkes til 0,975 ved investering i IVSet, opnår investor nu det samme forventede afkast for IVSerne, som for ApSet;

$$E(R)_{IVS} = 25\% \cdot -0,975 + 75\% \cdot 1,925 = 1.2$$

$$\text{Forventet afkast i procent} : \frac{1,2}{0,975} = 23,08\%$$

Dette reducerer den gode stifters afkast ved IVSet fra 3,1 til 2,075, grundet faldet i investeringen på 1,025.

Den dårlige stifters afkast ved valg af IVSet falder nu fra 1 til -0.25. Tabet ved valg af IVSet uden investering ændres ikke.

Den dårlige stifter vil nu ikke længere vælge at stifte et IVS ved nuværende vilkår, da det ikke er muligt at opnå et positivt forventet afkast. Det antages, at dårlig stifter ikke vil vælge en mulighed med negativt forventet afkast, som det ses ved ApSet.

Derfor kan den gode stifter ikke signalere sin type gennem valg af ApSet.

Det kan dog ud fra en forventet afkast-betragtning betale sig at stifte ApSet.

Ved valg af ApSet er der i 75 % af tilfældene 50 % chance for at modtage investeringen, og 25% af gangene, er der 100% chance for at modtage investeringen: $((2.8 * 50\%) * 75\%) + (25\% * 2.8) + ((-1 * 50\%) * 0,75) = 1,375$

Ved valg af IVSet er der i 75 % af tilfældene 50 % chance for at modtage investeringen, og 25% af gangene, er der 100% chance for at modtage investeringen: $((2.075 * 50\%) * 75\%) + (25\% * 2.075) + ((-1 * 50\%) * 0,75) = 0,92$

Derfor kan det stadigvæk betale sig for den gode stifter, der kan vælge ApSet at vælge dette, da det medfører det højeste forventede afkast. Dette skal stifter dog sammenholde med forventningen om, hvor stor chancen er for, at den anden stifter er god eller dårlig.

Hvordan forholder investor sig

Her huskes det, at stifter ikke længere kan signalere sin type ved valg af ApSet, så længe, at investeringsbeløbet er tilstrækkelig lavt, som i ovenstående tilfælde.

Herved er sandsynligheden for god stifter altid én, uanset hvilken form for selskab, der stiftes.

Derved opnår investor et afkast på 1.925 ved IVSet og et afkast på 1.2 ved ApSet.

Derfor kan det nu bedst betale sig for den gode stifter at vælge IVSet, da en investor foretrækker at investere i disse, grundet et højere afkast.

Dette er ikke en pareto-forbedring, sammenholdt med spillet hvor investeringsbeløbet var 2, da investor stilles bedre, men dette sker på bekostning af stifter.

Vi fokuserer i denne opgave på, at der kun er to slags stiftere; den gode og den dårlige.

Dette er en antagelse, der selvfølgelig ikke har fuldt hold i virkeligheden, og der vil være stiftere, der selv mener, at de er gode stiftere, selvom de nødvendigvis ikke er det. Hvis denne antagelse falder, er der til dels ikke længere tale om en adverse selection-situation, hvor det lægges til grund, at stifteren kender sin egen type, og handler egennytteoptimerende, hvilket tilfører investor nogle ekstra udgifter (tab ved investeringen).¹⁵⁸

Ydermere er der også stiftere der håber på, at selskabet bliver en succes, men hvor deres engagement/vilje ikke er lige så høj, som en investor kunne ønske. Det er disse, der formodes at hælde til IVSet, og som ikke ønsker at risikere 50.000 af sin egen private formue.

Dermed ikke sagt, at en stifter, der vælger IVSet ikke er lige så investeret i projektet, som en stifter, der vælger ApSet. I nogle tilfælde kan IVSet være et resultat af, at stifter ikke har den nødvendige kapital til at stifte IVSet, hvilket blandt andet er tilfældet i ovenstående spil.

Dette er noget investor må forventes at være bevidst om, men det kan også trække ned, at stifters egne personlige forhold er så utilstrækkelige, at det ikke lykkes at fremskaffe 50.000, der alt andet lige er et relativt lille beløb.

¹⁵⁸ *Game Theory and the Law*, s. 301

Screening

Her fokuserer vi på de samme parter, men i stedet er det nu den ikke informerede part, investoren, der foretager det første træk, for derved at afsløre stifters type.

Metoden vi har valgt ved screening er, at investor tilbyder sin investering som konvertible obligationer. Ved konvertibel gæld giver investor et lån til stifter, og på et bestemt tidspunkt kan investor så vælge, om denne gæld skal konverteres til ejerandele i stifters selskab, til en forudbestemt kurs, eller forblive som gæld.

Zero coupon convertible bond

I denne opgave, er gælden rentefri, og stifter risikerer kun at skulle tilbagebetale selve hovedstolen på lånet, såfremt investor ikke ønsker sig muligheden for at konvertere gælden til ejerandele. Dette er en såkaldt 'zero coupon convertible',¹⁵⁹ og investors afkast afhænger altså af, at værdien af det bagvedliggende selskab stiger, så der kan realiseres en straks-gevinst, såfremt værdien af andelene i selskabet overstiger den aftalte konverteringskurs, eller hvis ejerandelene beholdes efter konvertering, så der kan realiseres en gevinst ved fremtidigt salg, eller ved de udbytter, der potentielt udbetales fra selskabet.

Som nævnt, tjener investor ikke noget ved salg af ejerandelene, hvorfor hele afkastet består af det fremtidige positive driftsresultat, hvoraf der udbetales udbytte.

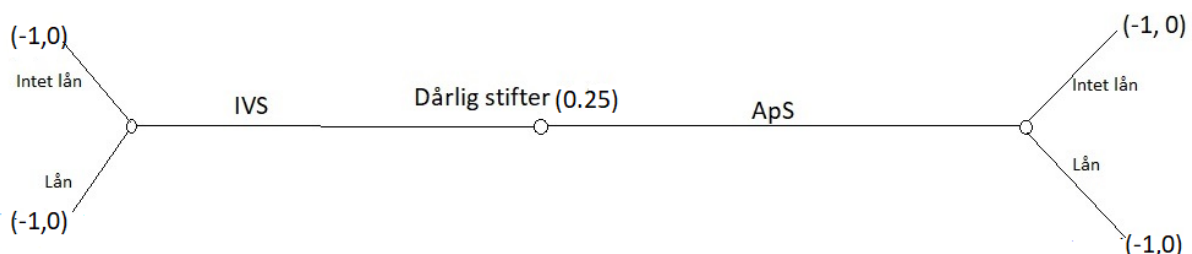
Sikkerhed for hovedstolen

Det antages, at investor har sikret sig, at der er tilstrækkelige værdier hos stifter til at dække for lånets hovedstol.

Ingen afdrag før konvertering

Ydermere lægges det til grund, at lånet ikke tilbagebetales, før investor har besluttet sig vedrørende konverteringen. Derved afdrager stifter ikke løbende på gælden. Til sidst lægges det til grund, at stifter har tilstrækkelig sikkerhed for lånet, hvorved investor kan indhente det fulde beløb hos stifter/låntager, såfremt det ikke er i investorens interesse at konvertere lånet.

Antagelserne vedrørende afkastene ved investering, der blev gjort i starten af signaleringsspillet, finder igen anvendelse. Det er kun den dårlige stifters payoffs, der bliver påvirket i screeningsspillet, da investor altid ønsker at omdanne lånet til ejerandele i selskabet, hvorved lånet reelt har status af investering, og ikke lån, da der ikke er renter på lånet.



¹⁵⁹ *Fundamentals of Corporate Finance*, s.140

Ud fra ovenstående kan det ses, at det aldrig er i den dårlige stifters interesse at søge kapital, som et konvertibelt lån, da stifteren hermed er forpligtet til at tilbagebetale lånet. Derved er det kun udgifterne, der udgør de negative payoffs.

Investor ønsker aldrig at konvertere lånet til ejerandele, da den på konverteringstidspunktet kender stifters type, og ville tabe penge såfremt der konverteres til ejerandele, i en dårlig stifters selskab.

Som redegjort for i signaleringsspillet, er det i den gode stifters interesse at stifte et IVS frem for et ApS, da der ikke er omkostninger til en tvungen selskabskapital. Den gode stifter vil i spillets logik ikke have noget imod at modtage investeringen som et konvertibelt lån, da den, jf. antagelserne til dette afsnit, stilles, som havde der været tale om en "direkte" investering.

Konvertible obligationer er altså en måde for investor at håndtere problemstillingen vedrørende adverse selection og moral hazard.

Det er aldrig i den dårlige stifters interesse at handle fuldkommen egennytteoptimerende, da investor har truslen med at kunne kræve lånet tilbagebetalt. Derfor vil den dårlige stifter trække sig, og i teorien er der nu kun de gode stiftere tilbage. Disse kan stifte IVSet, og dermed spare stiftelsesomkostninger, hvilket er det samfundsmæssigt mest efficient, så længe, at der kun tilbydes risikovillig kapital til gode stiftere.

Fordelen for investor i dette spil er, at risikoen for investeringen overdrages til stifter. I dette meget stiliserede eksempel, er det praktisk set ikke muligt for investor at tabe penge på investeringen, og der er reelt set ikke nogen af parterne i et investor/god stifter-forhold, der bærer en risiko, da forretningen altid ender godt.

Kigger man udenfor rammerne af spillet, er ovenstående en sandhed med modifikationer.

Såfremt ovenstående løsning med de konvertible obligationer vælges, er det stifter der påtager sig risikoen for, at selskabet ikke lykkes. Investor har muligheden for at indkræve lånet betalt, da vi holder fast i antagelsen om, at investor har sikret sig, at der er værdier nok hos stifter til at dække for lånets hovedstol.

Som redegjort for i afsnittet om prissætning af kapital, koster risiko penge, og dette går begge veje. Når stifter påtager sig en større del af risikoen, skal dette afspejle sig i den pris, de betaler for den risikovillige kapital.

Måden hvorpå stifter kan kompenseres for den yderligere påtagne risiko, er enten ved en meget lav rente på konvertible obligationer (såfremt antagelsen om nulrente fjernes), eller ved, at der fastsættes en højere forud fastsat kurs for konverteringen, hvorved investor får mindre ejerskab for lånets hovedstol, og stifter reelt set får mere for hver solgte andel. Denne højere kurs er i forhold til kursen på tidspunkt 0, og altså ikke på indløsningstidspunktet.

Konvertible obligationer er bare én måde for investor at screene de forskellige stiftere på, og der kan være mange forskellige måder for investor at screene stifterne på. Det vigtigste er, at handlingen der foretages, skal være indrettet således, at det ikke længere er interessant for den dårlige stifter at søge investeringen.

Andre eksempler på screeningmetoder er krav om, at stifter får foretaget en ekstern vurdering af forretningsmulighederne. En betingelse for, at det kan fungere i praksis er, at det skal være muligt for investor at foretage en velbegrundet skøn på baggrund af rapporten. I spillets logik udgør dette dog en udgift som det ikke kan betale sig for den dårlige stifter at bruge, hvorved denne afholder sig fra at gøre det. Denne udgift må dog ikke være så stor, at det ikke kan betale sig for den dygtige stifter at benytte sig af muligheden for at få udarbejdet rapporten.

Konklusion på investor/stifter-forholdet

Hovedpointen i ovenstående analyse er, at stifter er nødt til at gøre sig overvejelser om hvilke signaler man sender til potentielle investorer, når man vælger at stifte et IVS frem for at stifte et ApS.

En stifter kan have de bedste intentioner for virksomheden, og det er fristende kun at skulle lægge én krone i selskabskapital. Dette sender dog et signal til potentielle samarbejdspartnere om, at man kun lægger den ene krone, fordi man enten ikke har lyst til at risikere mere, hvorfor modparten vil være betænkelig ved at skulle løbe en risiko, stifter ikke selv gider at løbe, eller fordi man ikke har tiltro til egne evner, og selskabet derfor sandsynligvis ikke bliver en succes.

Hvor vi i situationen med lånet argumenterer for, at man som stifter stilles på samme vilkår ved IVSet, som dem der gælder for personselskaberne, grundet långivers krav om, at der stilles sikkerhed i den private formue, gør dette sig ikke helt gældende ved investeringer.

Andele i IVSer og ApSer medfører en ret til at modtage overskud i selskabet, hvilket ikke gør sig gældende for personselskaberne. Ydermere er det mere besværligt at videresælge ejerskab i personselskaber, da sådan et ejerskab bestemmes på baggrund af en ejerskabsaftale. Ydermere vil en investor i et interessentskab hæfte personligt, jf. den solidariske hæftelse redegjort for i det juridiske afsnit, og derfor er det højst utænkeligt, at det overhovedet kan lade sig gøre at skaffe investeringer, skulle stifter vælge at drive selskabet i denne form.

Såfremt investeringerne når en vis størrelse vil det, som ved lånesituationen, godt kunne betale sig for den dårlige stifter at vælge ApSet, hvorved signaleringen ikke kommer til sin fulde ret.

Delkonklusion

Som redegjort for, vil effekten af valget mellem IVS og ApS ved et långiverforhold have mindre betydning, da långiver som oftest vil screene stifter ved at stille krav om, at stifteren kautionerer i sin personlige formue, hvorved den begrænsede hæftelses effekt reduceres. Dog er vores eksempel stiliseret, og i virkelighedens verden er der ApSer der går konkurs, og IVSer, der bliver en succes uanset spillets stiftertyper.

Risikovilligheden er stadigvæk størst hos den stifter, der valgte ApSet, da stifter selv indskyder 50.000 af egen lomme, hvorfor den potentielle gevinst er mindre, mens det potentielle tab er det samme.

Kigger man uden for den spilteoretiske opstilling, mener vi også, at der er en generel formodning for, at ApSerne fremstår som mere seriøse virksomheder, simpelthen fordi det må antages, at den gode stifter kan skaffe de 50.000 kr. det kræver at stifte et selskab, og derfor gør det. Dette er naturligvis noget långiveren tager med i overvejelserne, men jo højere lånet er, desto mere udvandes effekten af selskabsformen.

Større lån gives dog også typisk først, når selskabet har nogle resultater det kan fremvise. Dette medfører, at effekten af selskabsformen med tiden bliver mindre, jo længere selskabet har været drevet.

Valg af IVSet medfører ikke efter vores overbevisning, at prisen på lån stiger, da stifter kautionerer for lånet.

Generelt mener vi, at valg af IVSet har en betydning ved lån, den er dog ikke afgørende, da långiver, uanset selskabsform, vil have sikkerhed for lånet. Dog vil en långiver have større tiltro til et projekt, hvor stifter selv signalerer sin tiltro, ved at indskyde 50.000 kr. af egen formue.

I forhold til kreditorerne, er det vores konklusion, at kreditoren som udgangspunkt vil stille sig kritisk over for IVSet, da stifter ikke selv ønsker at risikere 50.000 i stiftelsesomkostninger, hvorfor kreditstiller vil have svært ved at se hvorfor denne så skulle risikere et beløb svarende til det, der gives kredit for.

Valget af selskabsform har en større effekt, når det kommer til investoren. Denne har ikke retskrav på betaling, og er i meget høj grad afhængig af, at der investeres i et succesfuldt projekt, da alle penge ellers går tabt. Denne vil i højere grad fokusere på hvor meget stifter selv ønsker at risikere ved opstart af selskabet, da større risiko alt andet lige må medføre, at stifter er mere engageret i driften af selskabet, og vil arbejde hårdere for succes.

Når man som stifter valgte at stifte et IVS, stillede man sig ringere ved fremskaffelse af kapital.

Selskabsformen er kun en mindre del af de forhold der spiller ind, men jf. ovenstående analyse, har det en effekt. Man skulle derfor som god stifter overveje, om det ikke ville være smartere at påtage sig stiftelsesomkostningen på 50.000, som er nødvendig ved stiftelse af et ApS.

Nogle vil ikke kunne fremskaffe 50.000, og kan derfor være tvunget til at betale en højere pris for risikovillig kapital, for at tilfredsstille kapitalstillers afkastkrav.

Kapitel 4 – Integreret afsnit

Med dette afsnit vil vi forsøge at forklare, hvorfor man som lovgiver har ytret ønske om at sætte de optimale rammer for iværksætteri.

Vi vil anvende pointerne fra henholdsvis det juridiske, samt det økonomiske afsnit om hvorvidt man reelt har forbedret disse rammer ved indførslen af IVSet som selskabsform.

Som konkluderet i de to afsnit, mener vi ikke, at selskabsformen som sådan bragte noget nyt til bordet, men i høj grad blot tilbød de samme fordele, der fulgte af de eksisterende alternativer. Dette er ikke kun baseret på de materielle regler fra juraen, men er også et resultat af omverdenens syn, samt ageren over for IVSerne.

Dette var i høj grad en objektiv vurdering af alternativerne, og mange af de overvejelser vi inddrager, vil ikke nødvendigvis være nogle som alle stiftere gør sig, hvilket til dels bunder i den begrænsede rationalitet, som må forventes at præge virkeligheden i højere grad, end den fuldkomne rationalitet.

Gennemgående giver vores analyse ikke et entydigt svar, men vores konklusion hælder mest til, at man som stifter ikke blev stillet bedre ved indførslen af IVSet.

Dermed ikke sagt, at indførslen ikke har motiveret nogle stiftere, der ellers ikke ville have stiftet en virksomhed. Dog fremgår det af Erhvervsstyrelsens rapport, at det ikke klart kan konstateres, at IVSet har medført flere virksomheder, end havde man fortsat den daværende vækstkurve for selskaber.¹⁶⁰

Hvorfor er nye virksomheder vigtige?

I Danmark er der et generelt politisk fokus på at forbedre rammevilkårene for iværksættere, for derved at øge antallet af danske virksomheder.¹⁶¹

Det kan der være flere årsager til; nye virksomheder bidrager med flere arbejdspladser, øger konkurrencen, samt skaber øgede skatteindtægter.

I de økonomiske teorier, ses der flere forskellige tilgange til nye virksomheders rolle i markedsökonomien.

Iværksætteri som en økonomisk disciplin, er generelt ikke inkorporeret i den neoklassiske økonomiske teori, der dominerede økonomien som en videnskab i en lang årrække.¹⁶²

En af de mest kendte økonomiske teoretikere inden for iværksætteri som en økonomisk disciplin, er Joseph Schumpeter. I Schumpeters øjne var *entreprenøren* en kreativ, destruktiv kraft, der ødelagde gamle industrier, ved at skabe nye markeder igennem innovation, og derved skabte vækst.¹⁶³

En anden tilgang, er den neoklassiske tilgang til nye virksomheder, hvor deres rolle var at indtræde på markedet. Ved indtræden øger de udbuddet, hvilket påvirker prisen på markedet i en nedadgående retning.¹⁶⁴ En anden Neoklassisk tilgang er Solows teori om teknologisk udvikling som grundlag for vækst, hvor denne udvikling blandt andet kan komme fra iværksætteri.

¹⁶⁰ *Analyse af Iværksætterselskaber*, s. 23

¹⁶¹ *German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law*, s. 73 + 1. Behandling af Lovforslag L 152, 2013.

¹⁶² *Entrepreneurship and Economic Progress*, s. 5

¹⁶³ *Term of Strategic Entrepreneurship and Schumpeter's Creative Destruction Theory*, s. 721.

¹⁶⁴ *Microeconomics, HA Kom/Jur*, s. 26

For at kunne anvende de ovenstående teorier er det vigtigt at klarlægge, hvad der forstås ved henholdsvis iværksætteri, innovation og entreprenør, og i hvilket omfang der er sammenfald mellem disse.

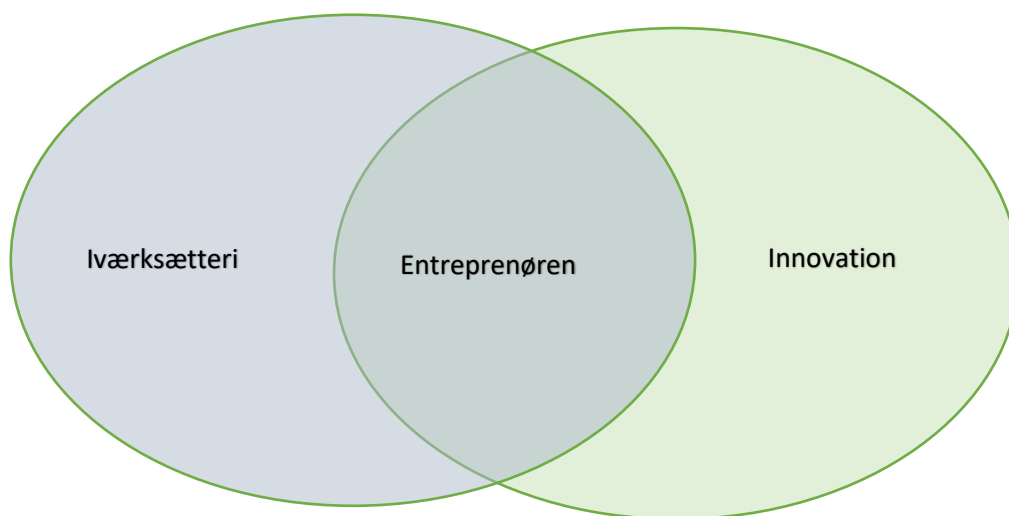
I denne opgave anser vi iværksætteri som værende alle de situationer, hvor der stiftes nye virksomheder, og som ikke oprettes som underafdeling til en allerede eksisterende virksomhed.

Innovation anses som kommercialiseringen af en opfindelse, eller en ny idé.¹⁶⁵ Innovation er ikke nødvendigvis et resultat af iværksætteri, men kan ligeså godt opstå blandt eksisterende virksomheder.¹⁶⁶

Ligeså er det vigtigt at pointere, at iværksætteri heller ikke nødvendigvis er lig innovation, da iværksætteri også omfatter etableringen af nye virksomheder, der reelt kopierer eksisterende virksomheder.

Dog må der være en formodning for en vis korrelation mellem iværksætteri og innovation.

Entreprenøren anses i denne afhandling for at være en iværksætter, der samtidig er innovativ.¹⁶⁷



Schumpeters tilgang til entreprenøren

Joseph A. Schumpeter argumenterede for, at entreprenørens rolle er at destruere nuværende markeder, for derved at skabe nye markeder og dermed vækst. Dette gøres igennem innovation, og i hans teori om kreativ destruktion, er det kun nye, uafhængige virksomheder, der medfører innovation.¹⁶⁸

Schumpeter opstiller nogle yderligere krav til hvad der skal forstås ved innovation;¹⁶⁹

- Innovation kan ikke ske i små skridt
- Entreprenøren opfinder ikke, men innovationen sker på baggrund af eksisterende opfindelser
- Innovation kan ikke komme fra en allerede eksisterende markedsaktør
- Innovation kan ikke ske inden for en eksisterende virksomheds rammer
- Entreprenøren kan kun skabe innovation for lånte penge
- Entreprenøren bruger økonomiske ressourcer, der hidtil har været anvendt til andre formål

Det medfører dog en meget smal og konkret tilgang til innovation, hvorfor ikke alle betingelser nødvendigvis er opfyldt, når vi definerer en entreprenør.

¹⁶⁵ *Entrepreneurship and Dynamic Capitalism*, s. 36

¹⁶⁶ Dette står i modstrid til Schumpeters teori om kreativ destruktion, der kun kunne forekomme hos ikke-eksisterende virksomheder. Dette mener vi ikke længere er aktuelt.

¹⁶⁷ Venndiagram af egen skabelse

¹⁶⁸ *Entrepreneurship and Dynamic Capitalism*, s.37

¹⁶⁹ *Økonomiens Konger – Joseph A. Schumpeter*, S.42-43

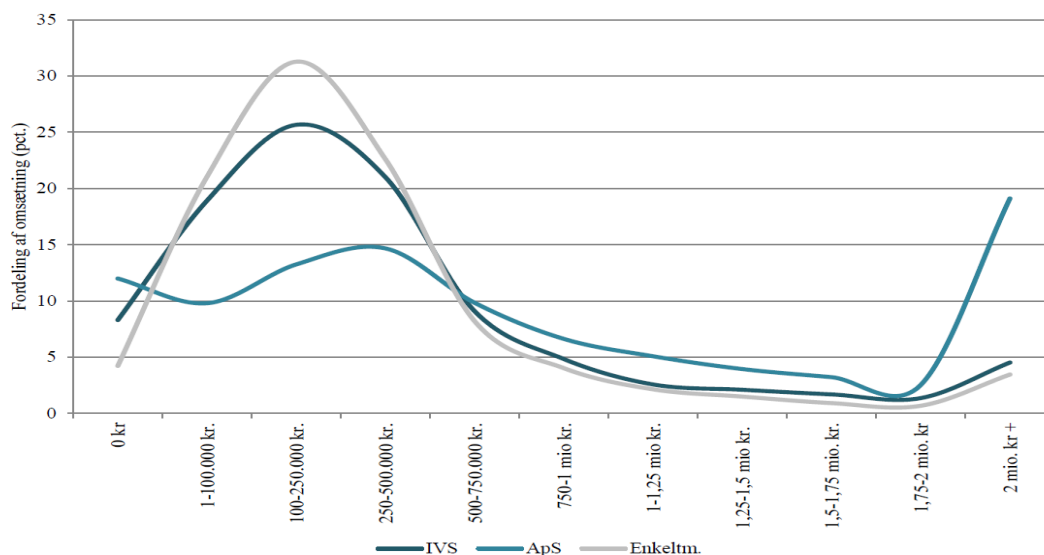
Et eksempel på kreativ destruktion, er udviklingen af bilen, der overflødiggjorde markedet for heste og hestevogne.

Ifølge Schumpeters teori, skaber de nye produkter ny efterspørgsel, og mere efterspørgsel skaber mere økonomisk indkomst, og noget af denne indkomst opspares, hvorved den økonomiske velstand (vækst) stiger.¹⁷⁰ Samtidig omfordeles den økonomiske velstand fra store, eksisterende virksomheder til de nye entreprenører, og når entreprenørerne bliver markedsledere, kommer der nye entreprenører, der så bliver de nye markedsledere på nye markeder, og sådan kører det så i ring.

Ud fra juridiske analyse konstaterer vi, at IVSet i større eller mindre omfang har medført, at der er blevet stiftet flere selskaber, der har reel drift.¹⁷¹ Disse vil i vores opgave være defineret som iværksættere, men ikke nødvendigvis entreprenører. Man kan ikke sætte et lighedstegn mellem antallet af nye små virksomheder og innovation,¹⁷² hvilket ellers har været en yndet tilgang.

Som redegjort for i vores juridiske afsnit, er der en forventning om, at IVSerne i høj grad blev anvendt til mindre virksomheder, hvor der måske ikke er den store aktivitet, eller hvor selskabet i høj grad bliver anvendt som bibeskæftigelse i forhold til stifters primære indtægtskilde, hvilket også underbygges af tallene i erhvervsstyrelsens rapport. Sammenholder man IVSernes bidrag til den samlede omsætning i økonomien (4%) med deres andel af erhvervsaktive selskaber (op til 12%),¹⁷³ må det udledes, at der generelt omsættes for mindre i disse selskaber, end i ApSerne. Dog er omsætningen generelt højere end ved de tilsvarende enkeltmandsvirksomheder, når der kigges på de erhvervsaktive virksomheder, jf. nedenstående graf fra rapporten.

Figur 4.6 Fordeling af omsætning blandt virksomheder, der er stiftet i 2014-2016, fordelt på virksomhedsformer



¹⁷⁰ *Entrepreneurship and Dynamic Capitalism*, s.38

¹⁷¹ Herved forstås selskaber, som hverken er holding eller inaktive.

¹⁷² *Small business activity does not measure entrepreneurship*: Artiklen fastslår, der ikke umiddelbart er positiv korrelation mellem antallet små virksomheder, selvstændige, antallet af start-ups, og store innovative virksomheder, som de anses af Schumpeter.

¹⁷³ Analyse af iværksætterselskaber, s. 27

For at kunne anse et IVS for at have en destruktiv effekt i Schumpeters forstand, må det antages, at der ikke er tale om små virksomheder, hvilket det ud fra ovenstående graf, ser ud til generelt at kendetegne IVS-erne. Hertil skal det dog bemærkes, at ovenstående tabel kun viser selskaber, der er op til 3 år gamle.

Hvis man løsner op for antagelserne for hvad der i Schumpeters forstand udgør innovation, og fastlægger nogle bredere rammer, kan det ikke afvises, at IVSerne ville medbringe innovation, men dette ville ikke være tilstrækkelig til at være destruktivt, hvorfor vi længere nede redegør for vækst, ved anvendelse af Solows teori om økonomisk vækst.

Såfremt IVSet ikke var blevet afskaffet, er det svært at vurdere, om hvorvidt IVSerne i sidste ende havde bidraget med mere innovation. Umiddelbart er det ud fra vores overbevisning begrænset hvor meget effekt IVSet ville have, når det kommer til vækst på baggrund af Schumpeters teori. Dette begrundes vi i, at der umiddelbart ikke er kommet mange flere entreprenører til, og de entreprenører, der er kommet, har ikke haft denne destruktive kraft, som Schumpeter omtaler. Dette mener vi blandt kan ses af, at det er begrænset hvor store virksomhederne er blevet. Her skal det dog bemærkes, at selskaberne ikke har haft mere end 5 år til at oparbejde virksomhedsdriften, og det derfor kan være tidligt at konkludere noget om den tidligere selskabsform.

Dermed ikke sagt, at IVSet ikke kan have haft en positiv effekt på vækst i en Schumpeter-tilgang, men der er dog en formodning for, at en del af effekten var sket igennem de alternative selskabsformer, var IVSet ikke blevet indført. Hertil skal det nævnes, at lidt også har ret, og de samfundsøkonomiske udgifter ved at have IVSet må derfor sammenholdes med denne effekt.

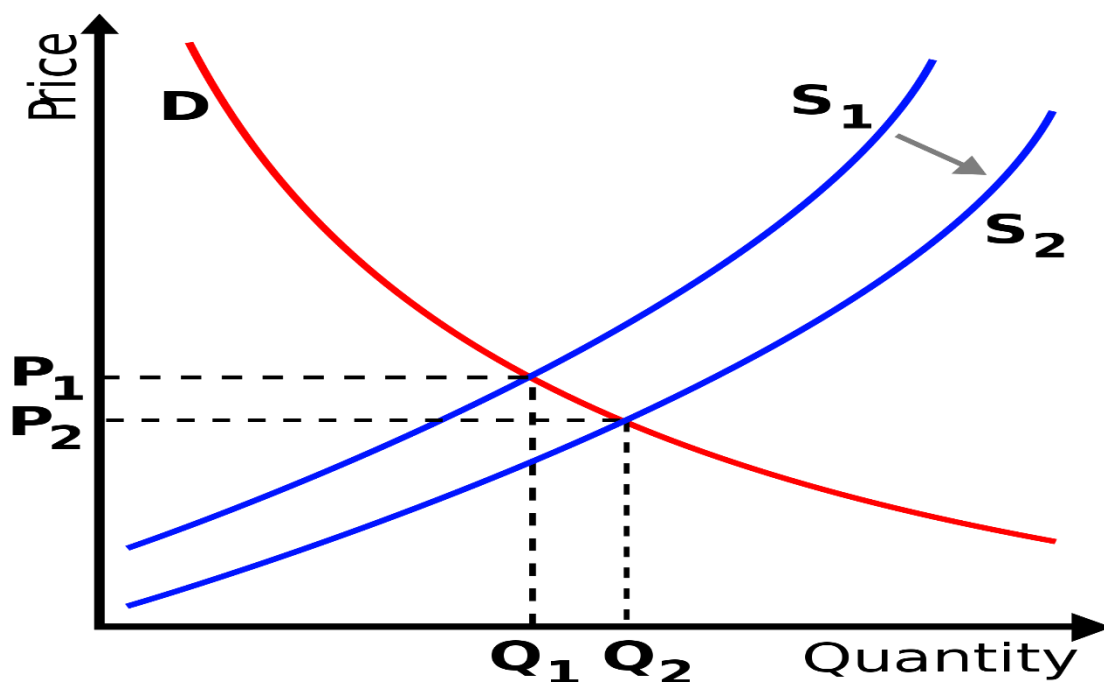
Neoklassisk syn på iværksætteren

Generelt fokuserer den neoklassiske teori ikke på iværksætteren, men der er dog nogle teorier, hvor iværksætteren indirekte kan være medvirkende til at bringe markedet i ligevægt/skabe velstand.

Kigger man på den klassiske teori om udbud og efterspørgsel, kan iværksætteren påvirke udbuddet af varer. I dette tilfælde er der tale om iværksætteri, men ikke innovation, da iværksætteren opfylder efterspørgslen på et allerede eksisterende produkt. Dette kunne f.eks. være håndværkerydelser. Nye udbydere udgør et skift i udbudskurven, hvorved den rykker til højre, og prisen på ydelsen falder, jf. grafen nedenfor.

Dette bringer prisen tættere på ligevægten for fuldkommen konkurrence, hvor der ikke er noget dødvægtstab, og der er maksimalt forbrugers overskud, hvilket i økonomisk teori gavner velstanden.¹⁷⁴

¹⁷⁴ *Microeconomics HA. KOM/JUR*, s. 248-249



Dette er dog ikke et udtryk for vækst, og påvirker kun økonomien i den forstand, at varer bliver billigere for forbrugerne, og dødvægtstabet heraf reduceres. Dette er en statisk ligevægt, og medmindre der sker ekso- gene påvirkninger, bør markedet i teorien forblive i denne ligevægt.

Til at beskrive vækst inden for de neoklassiske teorier, bruger vi i stedet en produktionsfunktion baseret på Solows teori om vækst.¹⁷⁵

$$Y = F(K, N)$$

Ovenstående funktion angiver det samlede output (Y) som en funktion af mængden af fysisk kapital (K) i økonomien, dvs. den samlede mængde maskiner, bygninger, fabrikker, og det samlede antal medarbejdere (N) i økonomien. N er en givet variabel, og kan ikke påvirkes.

Vi fokuserer ikke på de bagvedliggende variabler, der kan påvirke K og N, udover teknologien.

Når vi inddrager teknologi i produktionsfunktionen, er den nu således;

$$Y = F(K, N, A)$$

hvor Y nu er en funktion af Kapital (K), arbejdere (N) og teknologi (A).

Det samlede output afhænger positivt af alle 3 faktorer, hvor A har en positiv effekt på N, således, at AN repræsenterer effektiv arbejdskraft. Desto højere det teknologiske stadie er, jo mere output får man per arbejder.

¹⁷⁵ *Macroeconomics – a European Perspective*, s. 296

Ifølge Solows model, er det eneste der på lang sigt kan øge output, teknologi og befolkningstilvækst. I denne teori anses vækst for at være lig en kontinuerlig stigning i output.¹⁷⁶

Det må forventes at nogle af de iværksættere, der har anvendt IVSet i et eller andet omfang ikke kun konkurrerer på pris, eller produktdifferentiering, men at nogle trods alt konkurrerer på effektivitet, og derved får mere ud af et nuværende kapitalinput, og dermed bidrager positivt til væksten i Solows forstand.

I forhold til teorien, er det ikke nødvendigvis kun entreprenøren der bidrager med teknologiske fremskridt, men dette kan også ske inden for eksisterende virksomheder, der fokuserer på R&D (research & development).¹⁷⁷ Solow anser derfor entreprenøren som en medvirkende kraft for vækst, modsat Schumpeter, der i sin teori om kreativ destruktion, anser entreprenøren som eneste drivkraft for vækst.

Som argumenteret for i afsnittet under Schumpeter, er det tvivlsomt hvor meget ny innovation IVSet har bragt, og selvom nogle af dem bidrager med innovation (i dette tilfælde i form af mere effektiv teknologi), er der en formodning for, at denne innovation i høj grad også ville opstå igennem andre selskabsformer.

Der hvor anvendelsen af IVSet og andre lignende selskaber må forventes at have sin berettigelse er i forhold til de mikroøkonomiske teorier om udbud og efterspørgsel, hvor de nye selskaber har rollen som udbydere, og dermed kan bringe priserne ned.

Udover dette, medfører nye virksomheder flere arbejdspladser, og medvirker derfor til en lavere arbejdsløshed, og herigennem bedre økonomi.

Det skal bemærkes, at der ikke er noget i teorien, der skulle udelukke at filialer i Danmark, ikke kan have samme effekt, som selskaber etableret i Danmark, hvorfor der ikke skelnes mellem f.eks. ApSer og Ltd. Det afgørende er, at virksomhedens drift foregår på samme marked.

Retspolitisk diskussion

Afskaffelsen af IVSet har været et indgreb i muligheden for som stifter at drive sin virksomhed som kapital-selskab.

I vores afhandling har vi fundet frem til, at IVSet ikke bragte noget banebrydende til bordet, og at man som stifter ville kunne blive stillet under sammenlignelige forhold, havde man anvendt nogle af de eksisterende selskabsformer/enkeltmandsvirksomheden.

Heraf kan det også udledes, at afskaffelsen af IVSet på baggrund af dette, ikke bør have den store effekt, når det kommer til udviklingen i nye virksomheder, og det disse bringer med sig.

Denne analyse har prøvet at vise, at den frygtede trussel ved filialerne som udgangspunkt ikke burde blive et problem, men dette kan dog vise sig ikke at være retvisende, da vi samtidig har konkluderet, at afskaffelsen af IVSet rent faktisk er et indgreb. Nogle vil formentlig anse dette som en indskrænkning, og vil i trods, vælge at stifte selskabet i udlandet, selvom dette ikke nødvendigvis stiller stifter bedre.

Afskaffelsen af IVSet gik i høj grad på den negative anvendelse af selskabsformen, og fokuserede slet ikke på den positive anvendelse af selskabsformen, altså de situationer hvor der ikke blev snydt med skatterne.

¹⁷⁶ *Macroeconomics – a European Perspective*, s. 299

¹⁷⁷ *Macroeconomics – a European Perspective*, s. 335

I det følgende vil vi vurdere om, der potentielt ville være nogle mindre indgribende alternativer, som kunne afhjælpe nogle af de problemstillinger der fulgte med IVSet.

Til sidst vil vi give vores vurdering af, hvorfor man vælger at lukke de nuværende IVSer, i stedet for, som det sås ved S.M.B.Aet at lade de nuværende IVSer fortsætte.

Forslag 1: Lukke IVSet + sænke kapitalkrav til ApS yderligere

En løsning kunne være at sænke kravet til selskabskapitalen for ApSet, så det svarer til de gennemsnitlige, administrative omkostninger, der er i forbindelse med tvangsopløsninger af selskaberne, dette kunne f.eks. være 10.000 kr., der ud fra en gennemsnitsbetragtning dækker omkostningerne, givet at de estimerede tal i Erhvervsstyrelsens rapport vedr. udgifterne er nogenlunde korrekte.¹⁷⁸ Det skal bemærkes, at dette er den eneste ændring for ApSet.

Dette vil formentlig begrænse antallet af "useriøse" opstarter, da det ikke længere er fuldkommen konsekvensløst at stifte et selskab, for efterfølgende ikke at anvende selskabet, som det ellers var ved IVSet.

Derved er der færre IVSer der risikerer tvangsopløsning inden for tidsgrænsen på 2 år, og det skaber samtidig et bedre overblik for både stifter og dennes modparter, da de ikke længere skal forholde sig til to anpartsselskaber, der har en kapitalkravsforskel på "kun" 50.000 kr.

Ydermere har staten mulighed for at anvende de 10.000 kr. til at dække evt. udgifter der opstår i forbindelse med, at selskabet tvangsopløses/konkursbehandles, grundet inaktivitet eller manglende succes.

Forslaget afhjælper ikke problematikken vedr. skatterestancerne, da det stadigvæk kan betale sig at snyde, så længe den manglende skattebetaling overstiger selskabskapitalen. Hertil er det også værd at bemærke, at bare fordi man aldrig havde stiftet IVSet, ville skatterestancerne på i alt 710 mio. ikke nødvendigvis forsvinde. En del af skatterestancerne ville med en vis sandsynlighed være opstået i nogle af de andre selskaber, herunder især hos ApSerne. Dette kan blandt andet ses i Erhvervsstyrelsens rapport's tabel 8.5, hvor det fremgår, at et ophørt ApS i gennemsnit har en skatterestance på 330.600, hvorimod et ophørt IVS i gennemsnit havde en skatterestance på 211.120. Disse tal er gennemsnit for selskaber med restancer, og medregner ikke de selskaber, der ikke har restancer.¹⁷⁹

Det er også relevant at kigge på fordelingen af skatterestancerne blandt IVSerne. Det skal især bemærkes, at 67% af de samlede restancer blandt IVSerne er fordelt på 2% af virksomhederne med restancer blandt ophørte virksomheder i 2017.¹⁸⁰

Dette tegner et billede af, at det er få større restancer, der udgør størstedelen af det samlede restancebeløb, hvorfor en selskabskapital på 40.000 alligevel ikke ville rykke meget, og der må være en formodning for, at en del af restancerne i fremtiden rykker over til ApSerne.

Der vil dog kunne hentes lidt af skatterestancerne grundet den højere kapital, men dette er ikke argumentet for at øge kapitalen.

Denne løsning har også en positiv effekt på signaleringsproblematikken, da det næste skridt inden for kapital-selskaber er Aktieselskaberne med et kapitalkrav på 400.000, jf. SL § 4, stk. 2, hvorfor springet er så stort, at det for mange vil være svært at fremskaffe den nødvendige selskabskapital. Det er stifters modparter bevidste om, og argumentet om hvorfor stifter ikke "bare" har stiftet et ApS, forsvinder derved.

Når det nævnes, at UGet generelt er blevet betragtet som en succes, kan det derfor undre, at det ikke nødvendigvis har været den samme succesoplevelse. Vi mener, at det til dels skyldes det faktum, at det næste

¹⁷⁸Erhvervsstyrelsens rapport, s. 43

¹⁷⁹ *Analyse af iværksætterselskaber*, s. 51.

¹⁸⁰ *Analyse af iværksætterselskaber*, s. 52

niveau i kapitalkrav er GmbH, hvor det indskudte beløb er 25.000 EUR., og springet fra UG og op, derfor er mærkbart højere, end det man så i Danmark.

Det stiller selvfølgelig kreditorerne dårligere, men som vi redegør for under det økonomiske afsnit, vil markedet til dels regulere sig selv, f.eks. igennem kaution og andre former for sikkerhedsstillelse.

Til sidst eliminerer det i høj grad problemet med filialer af udenlandske selskaber i Danmark. Såfremt man ønsker at stifte et tysk UG, og herefter oprette en filial i Danmark, medfører dette nogle transaktionsomkostninger, der ikke ville følge af en stiftelse i Danmark. Hvis de kun skal bruge 10.000 på et ApS, må det derfor formodes, at stiftelsen i udlandet ikke længere er mere fordelagtigt.

Dette er umiddelbart det vi anser som værende mest optimalt, tager man den oprindelige bevæggrund for indførslen af IVSerne med i overvejelserne. Det afhjælper også nogle af de problemer, der er opstået ved skatterestancer samt inaktive selskaber, da det er vores overbevisning, at en sådan ændring vil dæmpe lysten til at stifte et kapitalselskab, uden at man rammer de personer, man har et ønske om anvender selskabsformen.

Ydermere er det vores formodning, at de personer, der ikke vil lægge 10.000, i stedet driver virksomheden som et personselskab/enkeltmandsvirksomhed.

Kopiere Luxembourg

Luxembourg har også et 1Euroselskab¹⁸¹, og der har man opstillet nogle skærpede krav for ejerskab, for at undgå misbrug med denne selskabsform; i Luxembourg er det alene fysiske personer, som kan være ejer af deres pendant til 1kroneselskaberne. Samtidig med dette, så må man som fysisk person alene eje ét af disse selskaber (ad gangen), hvilket i et vist omfang begrænser muligheden for misbrug, da man på den måde er afskåret fra at danne flere selskaber, og derfor må være mere motiveret for at drive dette selskab med en form for succes.

En af risiciene ved dette forslag er dog også, at man samtidig begrænser iværksætteriet, da man indirekte begrænser muligheden for at starte flere selskaber. Dette ses blandt andet hos iværksættere med flere ideer, og som ønsker at holde disse adskilt i flere selskaber.

Det var derfor efter vores vurdering tosidet at gå med denne idé, da man på den ene side hjælper iværksætteren med muligheden for at starte et selskab uden at skulle finde en masse kapital, men samtidig afskærer dennes mulighed til at vækste, eller gå med flere idéer.

Lad eksisterende IVSer fortsætte i deres nuværende form

Dette er som sådan ikke en ændring af de tidligere selskaber, men er i stedet en vurdering af, om det kunne være mere fordelagtigt at lade de nuværende IVSer fortsætte, uden at stille krav om omregistrering til ApS inden for 2 år, fra lovforslaget trådte i kraft.

Derved ville man spare en stor del af de omkostninger, der vil komme, som resultat af, at en del af de nuværende IVSer med en vis sandsynlighed ikke bliver omregistreret, og derfor skal tvangsopløses, når tidsfristen er udløbet.

Nogle af de nuværende IVSer driver også en virksomhed, hvor det ikke er nødvendigt at have en selskabskapital på 40.000, hvorfor det for dem kan synes unødvendigt at binde 40.000, der så ikke kan anvendes, før selskabet lukkes. De kan jf. vores analyse vælge at drive et personselskab, men såfremt de ønsker at

¹⁸¹ *La Société à responsabilité limitée*

fremstå mere gennemsigtige, er IVSet en fordel. Ydermere kan der være nogle praktiske udfordringer, der for dem, er overflødige.

Til sidst kan det være et problem, at der opstår et marked for IVSerne, hvor selskaber, der ikke anvendes til drift, handles. Derved kan folk, der har til formål at bedrage, stadigvæk anskaffe sig et IVS, hvor de kun hæfter med 1 kr. (potentielt). Dette skal dog sammenholdes med købsværdien af selskabet.

Delkonklusion

Ved indførslen samt afskaffelsen af IVSet skabte man kortvarigt en retstilstand, der havde til formål at skabe optimale rammevilkår for iværksætteriet i Danmark, samtidig med, at man fik flyttet selskaberne over i en mere lovreguleret form.

På baggrund af vores analyse vedrørende vækst og innovation, er det vores opfattelse, at IVSet alene i et begrænset omfang bidrog med innovation i den økonomiske forstand.

Deres eksistens kunne i højere grad berettiges på baggrund af deres bidrag til konkurrencen på markedet, hvor de var med til at presse priserne, igennem øget udbud. Udenfor den økonomiske teori vi anvender, bidrog de også med arbejdspladser og et meget begrænset omfang af eksport.

Det er dog vores vurdering, at en anseelig andel af dette, alligevel ville være kommet, men bare i andre selskabsformer.

Dermed ikke sagt, at IVSet ikke kunne have sin berettigelse, og en fuldkommen afskaffelse var meget indgribende, og vi mener ikke, at afskaffelsen nødvendigvis var proportionel med de problemer, man oplevede ved IVSet. Som redegjort for, er der en formodning for, at en stor del af disse skatterestancer i stedet vil opstå i nogle af de andre selskabsformer.

Det er vores opfattelse, at afskaffelsen samtidig vil medføre en stigning af selskabsstiftere, som søger udenlandske alternativer.

Vi mener ikke, at den nye retstilstand tager højde for bevæggrunden for IVSets indførsel, og den er heller ikke optimal i forhold til f.eks. skatterestancerne.

Vi mener, at en sænkning af selskabskapitalen til 10.000 modvirker problemerne med filialerne, mens den frasorterer nogle af de stiftere, der ikke har reel virksomhedsdrift for øje.

Kapitel 5 – Konklusion

I 2013 præsenterede Erhvervs- og vækstminister Annette Vilhelmsen forslaget om indførslen IVSet, som et led i afskaffelsen af S.M.B.Aet, og som et led i et overordnet mål om at forbedre rammevilkårene for iværksætteriet.

Med denne afhandling har vi ønsket at belyse, om hvorvidt IVSet har været optimalt til formålet.

Vi mener grundlæggende ikke, at IVSet stillede stifter bedre, men samtidig stillede det heller ikke altid stifter dårligere. IVSet kom til sin ret, når driften af virksomheden ikke krævede et stort kapitalgrundlag og stifter samtidig ønskede den begrænsede hæftelse, om end effekten af denne i praksis var af ringe betydning.

Den begrænsede hæftelse skulle sammenholdes med de omkostninger, der fulgte af den materielle regulering, man som IVS blev omfattet af. Den øgede regulering medførte større gennemsigtighed for omverdenen, men denne skulle afvejes over for omkostningerne, og for nogle virksomheder kunne det udgøre unødvendige omkostninger.

Til sidst tilbød IVSet også en skattemæssig fordel ved muligheden for opsparing af overskud/konjunkturudligning. Dette kan man dog også opnå ved personselskaberne, hvor der samtidig ikke er betingelser for hvornår, man kunne anvende muligheden for konjunkturudligning.

Hvis man stiftede et IVS med det formål at eje et kapitalselskab, med de tilhørende fordele, er det vores overbevisning, at det i nogle tilfælde ville være mere fordelagtigt at stifte et ApS. Dette bunder i det signal man som stifter sendte, ved kun at risikere én krone af egen formue.

For de mindre virksomheder, havde signalværdien over for tredjemand ikke den store indflydelse.

Ved mere omfattende virksomhedsdrift vil signalværdien ved valg af selskabsform have en større betydning, og det er her hvor IVSet i vores optik kom til kort.

Modparterne havde generelt mindre tiltro til IVSet, og man skulle som stifter kraftigt overveje, om hvorvidt det ikke bedre kunne betale sig at stifte et ApS, da man på den måde gav udtryk for, at man selv risikerede noget i virksomheden.

En potentiel investor ville stille sig uforstående over for at skulle risikere nogle af sine egne penge, hvis stifter ikke er villig til at risikere nogle af sine.

Långiver vil være mindre kritisk over for IVSerne, da der stilles kaution, hvilket medfører, at stifter nu risikerer egen formue, ved drift af selskabet, hvorfor vi mener, at den begrænsede hæftelses egentlige effekt er begrænset.

Afskaffelsen af IVSet var et indgreb i mulighederne for at starte et kapitalselskab, uden at skulle hæfte for mere end én krone. Dette var regeringens løsning på de formodede problemer, der ville opstå på baggrund af afskaffelsen af S.M.B.Aet, og samtidig var det ment som en forbedring af rammevilkårene for iværksætteriet.

Til trods for at man nu har sænket kapitalkravet for ApSet til 40.000, har dette efter vores bedste overbevisning en ringe effekt.

Man gør det ikke tilstrækkelig attraktivt for stifter til at han ikke vil benytte sig af filialmuligheden, om end det nye kapitalkrav vil holde nogle stiftere fra at søge udenlands.

Vi mener, at man som løsning på disse problemer kan vælge at sænke kapitalkravet til ApSet yderligere, hvilket medfører at konkurrenceevnen forbedres for denne selskabsform.

Markedet vil efter vores overbevisning regulere sig selv, og staten er dem, der risikerer at stå med de ubetalte regninger. Vi mener dog, at man fra lovgivers side må foretage en afvejning, når det kommer til de fordele og ulemper, der følger af sænkningen. Det ses også, at de andre selskabsformer anvendes til snyd, og en del af snyderiet fra IVSerne rykker over i disse.

En anden tilgang ville være at skærpe kravene til anvendelsen af IVSet, heriblandt den Luxembourgiske model.

Dette mindsker sandsynligheden for snyd over for det offentlige, men tilfører samtidig nogle restriktioner, hvorfor IVSets tilgængelighed begrænses. Dette har en negativ effekt på rammerne for iværksætteri, som det var meningen, at IVSet skulle forbedre.

Vores rapport argumenterer generelt for, at mindre krav som udgangspunkt medfører mere iværksætteri, hvorfor man blandt andet også har lempet kravene for revision for de mindre selskaber.

Ønsker man at skabe vækst igennem iværksætteri, gælder det om at skabe de bedste rammer for iværksætterne. Dette gøres blandt andet ved at gøre det mere attraktivt at stifte et selskab. Tiltagene man kan anvende, skal dog afvejes over for de ulemper de samtidig kan medføre.

Vi konkluderer, at IVSet ikke i særlig grad forbedrede rammevilkårene for iværksætteri.

Det er samtidig vores overbevisning, at effekten af afskaffelsen i lyset af ovenstående stiller dansk selskabsret i en dårligere konkurrencemæssig position, da man ikke tilbyder den begrænsede hæftelse kombineret med et lavt kapitalkrav.

Kildefortegnelse

Litteraturliste

Bøger

- Andersen, Esben Sloth: *Joseph A. Schumpeter, Økonomiens Konger*. 1. udg. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2004.
- Baird, Douglas G. m.fl.: *Game Theory and the Law*. 1. udg. Harvard University Press, 1998.
- Bianchard, Olivier m.fl.: *Macroeconomics A European Perspective*. 2. udg. Pearson, 2010.
- Christensen, Leslie og Jens Helmer Rasmussen: *Microeconomics HA Kom/Jur.* 1. udg. Pearson, 2013.
- Egelund, Birgitte og Karsten Engsig Sørensen: *EU-retten i Danmark*. 1. udg. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2018.
- Knudsen, Christian: *Økonomisk Metodologi*. Bind 1, Videnskabsteori og forklaringstyper. 2.. udg. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1994.
- Knudsen, Christian: *Økonomisk Metodologi*. Bind 2, Virksomhedsteori og Industriøkonomi. 2. udg. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1994.
- Fleischer, Holger m.fl.: *German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law*. 1. udg. Mohr Siebeck, 2015.
- Hendrikse, George: *Economic and Management of Organizations*. 1. udg. McGraw-Hill Education, 2003.
- Holcombe, Randall G.: *Entrepreneurship and Economic Progress*. 1. udg. Routledge - Taylor & Francis Group, 2007.
- Kahneman, Daniel og Amos Tversky: *Choices, Values and Frames*. 1. udg. Cambridge University Press, 2000.
- Kerzel, Malene m.fl.: *Skatteretten 2*. 7. udg. Karno, 2015.
- Kirchhof, Bruce A.: *Entrepreneurship and dynamic capitalism: the economics of business firm formation and growth*. 1. udg. Westport ; Praeger, 1994.
- Lilja, Troels Michael: *Iværksætterselskaber*. 1. udg. Karnov Group, 2015.
- Hansen, Christian Skovgaard m.fl.: *Erhvervsbeskatning*. 1. udg. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2016.
- Neergaard, Ulla og Ruth Nielsen: *EU-ret*. 6. udg. Karnov Group, 2013.
- Neville, Mette og Carsten Fode: *SMV-bestyrelsen - hele vejen rundt*. 1. udg. Karnov Group Denmark A/S, 2018.
- Ross, Alf m.fl.: *Om ret og retfærdighed*. 2. udg. Hans Reitzels Forlag, 2013.
- Tvarnø, Christina og Ruth Nielsen: *Retskilder og Retsteorier*. 5. udg. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2017.
- Werlauff, Erik : *Valg af virksomhedsform*. 2. udg. Werlauff Publishing A/S, 2018.
- Hillier, David m.fl.: *Fundamentals of Corporate Finance*. 3. udg. McGraw-Hill Education, 2017.

Artikler:

- Barker, C. Austin: Price Changes of Stock-Dividend Shares at Ex-Dividend Dates. I: *The Journal of Finance* nr. 14, 01.09.1959, s. 373-378
- Lilja, Troels Michael: Iværksætterselskaber – Nøglen til en konkurrencedygtig dansk selskabsret?. I: *Ugeskrift for retsvæsen* nr. 14, 2013, s. 141-148
- Drøhse, Jacob A.: Filial af udenlandske selskaber. I: *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* nr. 3, 2009, s. 64-76
- Looijestijn-Clearie, Anne: Centros Ltd. A complete U-Turn in the Right of Establishment for companies?. I: *International & Comparative Law Quarterly* nr. 3, 07.2000, s. 621-642
- Bøgild, Frank og Kolja Staunstrup: RR.12.2015.36: Seneste tendenser i retspraksis om ledelsesansvar. I: *Revision & Regnskabsvæsen*, 24.11.2015, s. 1
- Bondrop, Torben og Thomas Taguchi: RR.6.2017.15: Revisors erstatningsansvar overfor tredjemand for rådgivning. I: *Revision & Regnskabsvæsen*, 2017, s. 1

- Goel, Rajeev K. og Iftekhar Hasan: Funding new ventures: some strategies for raising early finance. I: Applied Financial Economics nr. 14, 01.07.2004, s. 773-778
- Henrekson, Magnus og Tino S anandaji: Small business activity does not measure entrepreneurship. I: PNAS, 2014, s. 1760-1765
- Islam, Mazhar m.fl.: Signaling by early stage startups: US government research grants and venture capital funding. I: Journal of Business Venturing nr. 1, 2018, s. 35-51
- Tülüce, Nadide Sevil og Asuman Koc Yurtkur: Term of Strategic Entrepreneurship and Schumpeter's Creative Destruction Theory. I: Procedia - Social and Behavioral Sciences nr. 207, 2015, s. 720-728
- Brahm, Kristoffer og Jesper Høberg: Jyske Bank afviser kunder uden revisor. I: Finans.dk, 01.03.2019, s. 1. Internetadresse: <https://finans.dk/finans2/ECE11221254/jyske-bank-afviser-kunder-uden-revisor/?ctxref=ext> - Besøgt d. 03.03.2019.

Andet:

- Annette Vilhelmsen: Fremsættelsestale til lovforslag nr. 152, 2013. Folketinget, 27.02.2013
- Selskabs- og erhvervsstyrelsen: Standardvedtægter for S.M.B.Aer med kommentarer. 01.10.2010
- Erhvervsstyrelsen: Rapport: Analyse af iværksætterselskaber. September 2018
- Erhvervsstyrelsen: Redegørelsen om vækst- og konkurrenceevne, 2018
- Finans Danmark: Pamflet: Information om privat kaution og tredjemands pant, 2015
- Dansk Iværksætterforening: Iværksætterundersøgelsen 2017
- Christina Tvarnø, Introduktion til juridisk metode: Kompendium: CBS. 01.09.2014

Domme:

EU:

- Sag C-212/97 Centros Ltd mod Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.
- Sag C-6/64 Costa mod ENEL

Danske domme

- U 1921.959H
- U 1936.1007Ø
- U 1998.183Ø
- U.1998.800H
- U 2006.243H
- U 2009.256Ø
- U 2012.884H
- U 2013.1451H

Love

SEL – Selskabsloven: Lov om aktie- og anpartsselskaber

SSL – Selskabsskatteloven

ÅRL – Årsregnskabsloven

PSL – Personskatteloven: Lov om indkomstskat for personer m.v.

LL – Ligningsloven: Lov om påligningen af indkomstskat til staten

ABL – Aktieavancebeskatningsloven: lov om den skattemæssige behandling af gevinster og tab ved afståelse af aktier m.v.

SL – Statsskatteloven: Lov om indkomst- og formueskat til staten

KSL – Kildeskatteloven:

LEV – Lov om visse erhvervsdrivende

ML – Momsloven

STRFL – Straffeloven

VSL – Virksomhedsskatteloven (VSL)

BFL - Bogføringsloven

Forkortelser

Selskabsforkortelser

I/S – Interessentskab

K/S – Kommanditselskab

IVS – Iværksætterselskab

ApS – Anpartsselskab

A/S – Aktieselskab

S.M.B.A – Selskaber med begrænset ansvar

P/S – Partnerselskaber

F.M.B.A – Forening med begrænset ansvar

A.M.B.A – Andelskasse med begrænset ansvar

Øvrige forkortelser

Ufr/U: Ugeskrift for retsvæsen

TfS: Tidsskrift for skatter & afgifter

-