

Rækkevidden For Lovlig Selvfinansiering i Aktietransaktioner

af MORTEN WISTOFT

Formålet med denne afhandling er at redegøre for rækkevidden af selvfinansieringsforbuddet særligt med henblik på efterfølgende dispositioner.

Det er påvist i afhandlingen, at selvom der består en nær sammenhæng mellem reglerne om aktionærlån og selvfinansieringsforbuddet, så rummer bestemmelserne også en række afgørende forskelle. Dette betyder blandt andet, at et moderselskab i et vist tidsrum efter en erhvervelse af aktier i et datterselskab, er afskåret fra at optage et lån i selskabet. Problemer opstår endvidere i den forbindelse fx hvis datterselskabet indtræder i en cash pool-ordning.

Gennemgangen har vist, at bestemmelsen om ”at stille midler til rådighed”, nu for tiden, må fortolkes indskrænkende af de retsudøvende myndigheder. På denne baggrund kan udbytte, kapitalnedsættelse og likvidation ikke udgøre selvfinansiering. Dette er efter afhandlingens afslutning blevet bekræftet i Højesterets dom af 7. oktober 2005.

Kernen i at ”stille midler til rådighed” er forskudsydelse. Afholdelse af transaktionsomkostninger på vegne af køber vil formentlig også kunne udgøre en ulovlig forskudsydelse som illustreret i den britiske Chaston-dom.

Selvfinansieringsforbuddet indebærer dog også en beskyttelse af kapitalen i overensstemmelse med nyere selskabsretlig teori. Selvfinansieringsforbuddet lægger hindringer i vejen for at ledelsen i et selskab kan favorisere én byder frem for en anden i forbindelse med contested takeovers.

Indholdsfortegnelse

1. Emnevalg og afgrænsning	2
1.1 Metodiske overvejelser	3
1.2 Præsentation af selvfinansieringsforbud i Aktieselskabsloven	6
2. Selvfinansieringsforbuddets første led	9
2.1. Lån og sikkerhedsstillelse	9
2.1.1 Introduktion	9
2.1.2 Den omfattede personkreds	13
2.2. Aktionær- og koncernlån	14
2.2.1 Introduktion	14
2.2.2 Særligt om koncernlån og egne aktier	20
2.2.3 Særligt om cash pooling	22
2.2.4 Særligt om udenlandske selskaber	26
3. Selvfinansieringsforbuddets andet led	28

3.1 Introduktion	28
3.2 Rækkevidden af ”stille midler til rådighed”	28
3.2.1 Ordlyd og forarbejder	28
3.2.2 Retspraksis	30
3.2.3 Beskyttelsesinteressen	37
3.2.3.1 Introduktion	37
3.2.3.2 Kapitalafgang	42
3.2.3.3 Udbytte	42
3.2.3.4 Kapitalnedsættelse & likvidation	46
3.2.3.5.1 Forudgående kapitalafgang – Slankning	47
3.2.3.5.2 Gaver	48
3.2.3.5.3 Afholdelse af transaktionsomkostninger	49
3.2.3.6 Fusion	52
4. Konklusion	58
Litteraturfortegnelse	61

1. Emnevalg og afgrænsning

Aktieselskabslovens § 115, stk. 2 bestemmer, at det er forbudt for et selskab at medvirke til finansieringen af erhvervelse af aktier i selskabet selv, eller dets moderselskab, ved at stille lån, sikkerhed eller midler til rådighed til erhvervelsen. Rækkevidden af denne bestemmelse har længe været omtvistet.

Nogle dispositioner vil ikke være omfattet af forbuddet, og sådanne lovlige selvfinansierende dispositioner af aktietransaktioner er det overordnede emne for denne afhandling, fordi sådanne dispositioner indebærer en finansieringsmæssig problematik, der i væsentlig omfang stadig er uafklaret. Spørgsmålet om selvfinansiering befinder sig i et brydningsfelt mellem de traditionelle selskabsretlige regler, der værner om den tilvejebragte kapital og den rådighed over selskabets midler, som almindeligvis tilkommer et selskab og dets ledelse. Dette brydningsfelt af modsatrettede interesser er under stadig forandring, dels på grund af nye transaktionskonstruktioner, og dels på grund af ændringer i opfattelsen af det selskabsretlige formål væk fra traditionel misbrugslovgivning og mod effektivitetsbetragtninger¹.

Særlig interesse har der været for de såkaldte *efterfølgende* selvfinansieringer, fx i form af udbytte, der anvendes til at betale en del af købesummen med. Den tidsmæssige variabel er dog som udgangspunkt ikke afgørende for, om der foreligger selvfinansiering. Det afgørende er, at dispositionen har en finansierende virkning på en måde, som er omfattet af forbuddet. Selvom denne afhandling særligt vil fokusere på de efterfølgende dispositioner, vil der også blive inddraget forudgående dispositioner, når disse særligt kan belyse rækkevidden af bestemmelsen.

Økonomisk rationale vil tilsige, at enhver investering i et selskab i sidste ende foretages ud fra en forventning om, at selv samme selskab returnerer investeringen, dels gennem en værdistigning i selska-

¹ Paul Krüger Andersen, Aktie- og Anpartsselskabsret, 8.udgave, side 37ff.

bet, og dels gennem et løbende afkast i form af årligt udbytte. Anskuet objektivt er det derfor klart, at et målselskab i en virksomhedsoverdragelse herved uundgåeligt kommer til at stille midler til rådighed, som kan anvendes til at betale for en del af finansieringen.

Eftersom der foregår en stadig større omsætning af ejerandele i kapitalselskaber, både nationalt og internationalt, og nye modeller for transaktioner til stadighed udvikles, er det af afgørende betydning at få fastlagt rækkevidden af forbuddet, og dermed afklare hvilke dispositioner der er ulovlige, fordi de har et, for transaktionen, finansielt sigte.

Det er med baggrund heri hensigten med denne afhandling at rette fokus mod de efterfølgende selskabs- og koncernretlige dispositioner, der kan tænkes at aktualisere selvfinansieringsforbuddet i Aktieselskabslovens § 115, stk. 2 i forbindelse med aktietransaktioner, og afhandlingens problemformulering lyder derfor:

Hvad er rækkevidden af selvfinansieringsforbuddet særligt med henblik på efterfølgende kapitaldispositioner?

Selvfinansieringsproblematikken har særligt været genstand for behandling i forbindelse med selskabstømmerkomplekset. Desværre har domstolenes behandling af dispositionerne i denne forbindelse ikke bragt den ønskede klarhed over selvfinansieringsforbuddets rækkevidde. Det er kendetegnende for de sager, hvor selvfinansiering har været aktuelt, at dommens resultat ikke bæres af selvfinansieringsforbuddet men ofte af almindelige erstatningsansvarsregler. Dette er særligt tilfældet i en række selskabstømmersager. Konsekvensen har været, at selvfinansieringen er blevet stedmoderligt behandlet af domstolene, hvorfor en del nuancer er gået tabt i dommene². Selvom selskabstømning ikke er emnet for denne afhandling, vil det dog alligevel være nødvendigt at inddrage enkelte selskabstømmerdomme, for derved at fastlægge forbuddets rækkevidde. Som anført må dommene dog nødvendigvis læses med netop det forbehold, at dommenes resultat ofte *også* er båret af andre hensyn end selvfinansiering, jf. straks nedenfor i afsnit 1.1.

Skriveprocessen blev færdiggjort den 1. oktober 2005, hvorefter afhandlingen har været genstand for korrekturlæsning. Afhandlingen repræsenterer således min forståelse af gældende ret pr. 1. oktober 2005.

1.1 Metodiske overvejelser

Tilgangen til denne afhandling er en traditionel retsdogmatisk metode med afsæt i Alf Ross' prognoseteori, der betoner dannelsen af hypoteser om fremtidig dommeradfærd i den forstand, at dommerens anvendelse af en given regel er den bedste indikation for en given retstilstand³. Fremstillingen tager således afsæt i at redegøre for de regler, der *"egner sig til nu for tiden at anvendes af retsudøvende myndigheder"*⁴.

² Se særligt Tfs 2004 623 Ø, som indgående bliver behandlet i afsnit 3.2.3.3.

³ Alf Ross, Om Ret og Retfærdighed, 1953, side 54.

⁴ Ussing, Obligationsretten, Almindelig Del 4. udgave, 1967, side 2.

Som det anføres af dr. jur. Jørgen Dalberg-Larsen & dr. jur. Jens Evald⁵, er konsekvensen af denne opfattelse, at man aldrig kan fremsætte endegyldige påstande om gældende ret, men alene med større eller mindre sandsynlighed kan redegøre for, hvordan gældende ret må antages at være.

Den væsentligste kilde i den retsdogmatiske metode er retspraksis. Når der dog kigges på retspraksis i forbindelse med selvfinansiering, viser det sig, at retsdogmatikkens metodiske styrke samtidig er dens svaghed. Dette skyldes ikke mindst det ovenfor anførte om domstolens behandling af selvfinansieringsforbuddet, der ofte må antages at være blevet farvet af, at selvfinansieringsproblematikken indgik som element i selskabstømmerkomplekser. Dette har desværre efterladt et noget mudret billede⁶. Som det vil vise sig nedenfor, har billedet været så mudret, at i hvert fald én nyere landsretsdom næppe afspejler indholdet i selvfinansieringsforbuddet, og dermed, efter min opfattelse, afviger fra gældende ret.

Det er derfor ikke muligt, når der kigges på aktietransaktioner med et reelt forretningsmæssigt indhold, alene at forholde sig til hidtidig retspraksis. Også forarbejderne må inddrages. Forarbejder har ofte været kritiseret som retskilde af retssikkerhedsmæssige grunde. Borgeren skal som udgangspunkt kunne bestemme sin retsstilling på baggrund af lovgivningen. Dette synspunkt mister dog en del styrke, når lovbestemmelsen er tvetydig som i selvfinansieringsbestemmelsen, og hvor forarbejderne er offentliggjort.

Andre kilder må i sagens natur også inddrages. Retsvidenskabelig litteratur er som udgangspunkt ikke en retskilde, men må dog alligevel inddrages. De retsanvendende myndigheder befinder sig ikke i et litterært tomrum⁷, og litteraturen påberåbes ofte i retssager⁸. Endvidere er det naturligt, at de retsanvendende myndigheder selv inddrager retsvidenskabelig litteratur⁹. Netop fordi det ofte kan være vanskeligt at fremfinde dommes relevante *ratio decidendi* i forbindelse med selvfinansiering, må litteraturen muligvis tillægges en større vægt end sædvanligt.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsens afgørelser og udtalelser bidrager også som kildegrundlag. Det bør i metodemæssig sammenhæng naturligvis bemærkes, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsens afgørelser retskildemæssigt er udtryk for et forvaltningsorgans forståelse af gældende ret, og i øvrigt ikke er normativt for domstolene. Alligevel indeholder Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis værdifuld indsigt i selvfinansieringsforbuddet, også ud fra en retsdogmatisk tilgang. Dette skyldes ikke mindst, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har haft mulighed for at tage stilling til konstruktioner med et reelt forretningsmæssigt indhold, der ikke har haft det odiøse skær af misbrug, der synes at præge de konstruktioner, som domstolene oftest har taget stilling til i

⁵ Rettens Ansigter, Jørgen Dalberg-Larsen & Jens Evald, 1998, side 106ff.

⁶ Hidtil mest mudret dom må antages at være TfS 2004.623 (Digidandommen). Dommen behandles indgående i afsnit 3.2.3.3.

⁷ Jens Hartig Danielsen, Parallelhandel og varenes frie bevægelighed, side 26.

⁸ Se fx sagsøgtes procedure i U2004.623 (Digidan).

⁹ Ex. inddrages litteratur i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens afgørelse af 2. februar 2001.

form af selskabstømmersager. Endvidere vil domstolene ofte være lydøre overfor administrativ praksis. Højesteretsdommer Spleth udtrykker det således i U1965.B250: ”Det synes, som om domstolene i tvivlstilfælde er ret utilbøjelig til at ville omstøde en fast praksis, eller med andre ord, hvis to forståelser af loven har nogenlunde lige meget for sig, vælger man den forståelse, som administrativ praksis har fulgt”¹⁰.

Også udenlandsk ret vil blive inddraget, hvor det kan tænkes at bidrage til forståelse af det danske forbud. Som udgangspunkt har udenlandsk ret ingen væsentlig retskildemæssig værdi i dansk sammenhæng. Dette traditionelle udgangspunkt må dog nuanceres, når det bagvedliggende retsgrundlag skal findes i et forpligtende EU direktiv. Da det danske og senere det direktivbestemte selvfinansieringsforbud tager afsæt i britisk ret¹¹, vil det derfor være relevant også at inddrage den engelske udformning af selvfinansieringsforbuddet. Dette skyldes, dels at England har en større erfaring med forbuddet, idet det indførtes der i 1929, og dels at England har en længere og mere omfattende tradition for virksomhedsoverdragelser og transaktionskonstruktioner, herunder finansieringsstrukturer, der også har en afsmittende virkning på danske aktieoverdragelser¹². Endvidere vil norsk ret blive inddraget, idet man i Norge har indført en bestemmelse om forbud mod selvfinansiering, der er oversat direkte fra den danske Aktieselskabslov¹³. Da der herudover eksisterer en vis normharmonisk mellem de skandinaviske selskabslove, vil norsk teori inden for selvfinansieringsområdet være af interesse også for dansk rets vedkommende.

Endelig skal det påpeges, at hidtidig retspraksis må læses med den forståelse for nutiden som ændringer i selskabsretlig teori medfører. Inden for de senere år er tendensen gået mod øget fokusering på økonomisk effektivitet, der i selskabsretlig sammenhæng særligt er udbredt igennem corporate governance-teoriene¹⁴. Selvfinansieringsforbuddet er en traditionel misbrugsbestemmelse, men også den må i dag fortolkes i andre nuancer på baggrund af effektivitetssynspunkter^{15 16}. Indførelsen af muligheden for ekstraordinært udbytte pr. 1. juli 2004 skete blandt andet med henvisning til ønsket om at smidiggøre aktieoverdragelser. Dette sætter unægtelig spørgsmålet om udbyttefinansierede aktieerhvervelser i et andet lys.

Sammenfattende kan det siges, at afhandlingen tager sit udgangspunkt i den retsdogmatiske metode, men at retskildegrundlaget for denne afhandling i et vist omfang vil betone administrativ praksis

¹⁰ Forvaltningsret, Almindelige Emner 3. udgave, Jens Garde mfl., side 117.

¹¹ Betænkning 362/1964 henviser direkte til det dagældende britiske selvfinansieringsforbud i Companies Act, section 54.

¹² Paul Krüger Andersen & Nis Jul Clausen, Børsretten, 2. udgave, side 350 ff.

¹³ Johan Giertsen, Selskapsfinansierede Aksjeerhverv, Bergen, 1996, side 59.

¹⁴ Paul Krüger Andersen, Aktie- Og Anpartselskabsret, 8 udgave, side 38ff.

¹⁵ Se Økonomi og Erhvervsministeriets høringsnotat af 19. januar 2004 om lovforslag nr. 125, samt endvidere Nils Kjellegaard Jensen, ”Ny lovgivning på vej – mulighed for ekstraordinær udbytteudlodning i aktie- og anpartsselskaber”, Ret & Regnskabsvæsen, 2004, nr. 3, Nærmere herom i afsnit 3.2.3.3.

¹⁶ I Retsøkonomi og Retskildelære, U1998 B.476 anfører Ruth Nielsen & Paul Krüger Andersen, at sådanne retsøkonomiske effektivitetssynspunkter også sætter sig klare retsdogmatiske aftryk inden for selskabsretten.

frem for domspraksis, fordi domstolene kun i få sager har haft mulighed for at vurdere selvfinansieringsretlige dispositioner i aktieoverdragelser, der havde et reelt forretningsmæssigt indhold. Da administrativ praksis som anført ikke formelt har nogen normerende retskildeværdi, vil det derfor være afgørende for den retsdogmatiske metode, at der løbende gennem afhandlingen kan påvises en overensstemmelse mellem administrativ praksis og de grundlæggende hensyn, som bestemmelsen søger at varetage.

1.2 Præsentation af selvfinansieringsforbudet i Aktieselskabsloven

Det er forbudt for et aktie- og anpartsselskab at medvirke til finansieringen af overdragelse af aktier eller anparter i selskabet selv eller dets moderselskab. Et sådan forbud har været lovfæstet siden 1973.

Der var stillet forslag om forbud mod selvfinansiering allerede i 1964, men forslaget blev aldrig gennemført.¹⁷ Under indtryk af Boss of Scandinavia-sagen, hvor selvfinansierende dispositioner var medvirkende til et større industrielt sammenbrud¹⁸, blev forslaget genfremsat i den fællesnordiske betænkning om aktieselskabslovgivning¹⁹, og gennemført som lovgivning i 1973. I 1982 blev bestemmelsen ændret til dens nuværende ordlyd i forbindelse med implementeringen af Kapitaldirektivet²⁰.

Som anført var det oprindelige danske forbud inspireret af britisk ret, hvor selvfinansiering har været forbudt siden 1929²¹. Det britiske forbud var ligeledes inspirationskilde, da man i det daværende EF med Kapitaldirektivet tog fat på en minimumsharmoniseret regulering i Europa.

Kapitaldirektivets artikel 23, stk. 1, lyder i den danske oversættelse: *Et selskab må hverken stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed med henblik på erhvervelse af dets aktier.*

Den nuværende danske regulering af selvfinansiering findes i Aktieselskabslovens § 115, stk. 2. Bestemmelsen lyder:

”Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anparter i dets moderselskab. Et selskab må heller ikke stille midler til rådighed eller sikkerhed i forbindelse med sådan erhvervelse.”

En sammenligning mellem de to tekster viser, at implementeringsbestemmelsen i Aktieselskabsloven næsten er identisk med den danske oversættelse af Kapitaldirektivet. Det skal dog vise sig i det følgende, at bestemmelsens ordlyd har medført en unødvendig uvished om forbuddets rækkevidde, ikke mindst i forbindelse med management- og

¹⁷ Michael Serup, Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet, U1996B.72.

¹⁸ Boss of Scandinavia-sagskomplekset omhandlede et industrielt sammenbrud i en række forbundne selskaber. Kollapset skyldtes delvis selvfinansiering. Betænkning 690/1973 bygger direkte på Boss of Scandinavia-sagen. Sammenbruddet affødte en række retssager herunder U1970.96, U1970.795, U1970.803 og U1973.417.

¹⁹ Betænkning 540/1969.

²⁰ Det 2. Selskabsdirektiv af 13. december 1976, EØF direktiv 77/91, art. 23, stk. 1.

²¹ Gower's Principles of Modern Company Law, Paul L. Davies, 6. udgave, Side 267f.

leverage buy outs²². Denne usikkerhed skyldes i høj grad, at det i forarbejderne til 1982-lovændringen direkte udtrykkes, at bestemmelsen nu antages at omfatte *enhver* finansiering²³, hvilket kan forstås således, at alle dispositioner, såvel forudgående som efterfølgende, der har en finansierende virkning, principielt er omfattet.

En enslydende bestemmelse findes i Anpartsselskabslovens § 49, stk. 2. Da Kapitaldirektivet alene retter sig mod aktieselskaber, var Danmark ikke på fællesskabsretligt grundlag forpligtet til at indføre selvfinansieringsforbud for anpartsselskaber. Således har man, fx i England, i et vidt omfang tilladt selvfinansierende dispositioner for så vidt angår private limited companies, jf. Companies Act, section 155-158, der giver mulighed for selvfinansiering ved køb af *shares* i selskabet selv og i dets moderselskab²⁴.

Ved at indføre enslydende bestemmelser i Aktie- og Anpartsselskabsloven må det antages, at Lovgiver ønskede en identisk regulering mellem de to danske kapital-selskabsformer. Dog må det principielt bemærkes, at selvom kun bestemmelsen i Aktieselskabsloven er undergivet EU-konform-fortolkning²⁵, vil EF-domstolens praksis dog også have en præjudicerende virkning på forståelsen af den identiske bestemmelse i Anpartsselskabsloven.

Det antages traditionelt, at forbuddet udgør en kapitalvænsregel. Dette var også udtrykkeligt formålet med bestemmelsen i dens oprindelige udformning i 1973. Herved synes sigtet med bestemmelsen oprindeligt at være en beskyttelse af den tilvejebragte selskabskapital af hensyn til selskabets kreditorer og aktionærer. Dette understøttes af, at bestemmelsen er placeret i Aktieselskabslovens kapitel 13, som i øvrigt indeholder kapitalvænsregler. På linie hermed indgår forbuddet i det regelsæt i Aktieselskabslovens § 48 – 48h, der skal sikre, at der ikke sker en udhuling af selskabskapitalen gennem opkøb af egne aktier²⁶. I den oprindelige betænkning siges det: ”Bestemmelsen supplerer såvel reglerne om ydelse af aktionærlån som reglerne om erhvervelse af egne aktier...”²⁷.

Over for denne traditionelle udlægning har Paul Davies²⁸ i forbindelse med det tilsvarende engelske selvfinansieringsforbud anført, at hvor køb af egne aktier medfører, at der tages likviditet ud af selskabet, og derfor har en effekt som kapitalnedsættelse, vil dette ofte ikke være tilfældet i forbindelse med selvfinansiering²⁹. Dispositioner,

²² Paul Krüger Andersen, Aktie- og Anpartsselskabsret, 8 udgave, side 265.

²³ Folketingstidende 1981/1982, tillæg A, Lovforslag L 119, spalte 2883 hedder det: ”I den forslåede form omfatter bestemmelsens forbud enhver finansiering af køb af aktier eller anparter”.

²⁴ Dr. Eilis Ferran, Company Law and Corporate Finance, Oxford, side 400 ff. Det er en betingelse at moder- og bedstemoder selskaber også er private companies, og at en administrativ procedure gennemføres til sikring af kreditorer og aktionærer.

²⁵ Ruth Nielsen, EU Ret, 2. udgave, side 165 ff.

²⁶ Betænkning 362/1964, side 132.

²⁷ Ibid.

²⁸ Paul L. Davies, Gower's Principle of Modern Company Law, 6. udgave, side 264.

²⁹ Dette er særlig klart hvor selvfinansieringen sker som lån eller sikkerhedsstillelse, da selskabets ydelse modsvares af en fordring på den pågældende debitor.

der kan tænkes at være selvfinansierende, vil ofte ikke påvirke selskabets kapital, på samme måde som ved køb af egne aktier, i form af en reduktion af selskabets værdi. Uanset at der ved selvfinansiering kan opstå risiko for selskabets kreditorer og aktionærer, er der således en grundlæggende forskel på de to beskyttelsesregler. Denne nuance i vurderingen af selvfinansieringsforbuddet som kapitalbeskyttelsesregel³⁰ må også tilsluttes for dansk rets vedkommende.

Werlauff har i forhold til koncernlånsreglerne tilsvarende anført det umiddelbart uhensigtsmæssige i, at lovgivningen, som han forstår § 115, stk. 2, tilskynder en aktieerhverver til at finansiere sit aktiekøb gennem definitiv kapitalafgang, i form af udbytte eller kapitalnedsættelse, frem for et lovligt koncernlån. Koncernlånet vil, i modsætning til fx udbytte, ikke reducere målselskabets formue, og er derfor, ud fra kapitalbeskyttelseshensyn, en bedre løsning end den definitive formuereduktion gennem udbytte³¹.

Werlauffs holdning bygger på hans grundlæggende opfattelse af, at lovlige udlodninger fra et selskab forbliver lovlige uanset, at udlodningen sker i forbindelse med en aktieovergang. Dette er på linie med den overvejende del af teorien, idet dog Jan Schans Christensen har anført, at der næppe vil være adgang til at foretage større efterfølgende udbytteudlodninger med henblik på efterfinansiering af en aktieerhvervelse³².

Det er særligt sådanne udlodninger, der foretages *efter* aktie-transaktionen, der er genstand for analyse i denne afhandling. Transaktionernes lovlighed knytter sig til § 115, stk. 2, 2. punktum om at stille midler til rådighed, som vil blive behandlet i afsnit 3.

Det er imidlertid også klart, at selvfinansieringsforbuddet har en naturlig tilknytning til aktionærlånsreglerne i § 115, stk. 1 og § 115a., derved at selvfinansieringsforbuddet i bund og grund udvider forbud-

³⁰ Som det vises i afsnit 3.2.1, medfører den usikre ordlyd af bestemmelsen og forarbejderne, at beskyttelsesinteressen må tillægges stor vægt i afgørelsen af forbuddets rækkevidde. Derfor er det i høj grad væsentligt, at foretage en sådan sondring mellem kapitalværnsreglerne reelle beskyttelsesinteresse.

³¹ Werlauff, Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv. U2001B.381, in fine.

³² Jan Schans Christensen, *Contested Takeovers in Danish Law*, side 250: “The provisions dealing with dividend payments and other payments include requirements that serve to protect the capital of the company. Typically, these specific provisions create adequate protection of a company’s capital. However, there is probably no basis for concluding the other way round and presume that it has been the intention of the legislature to allow e.g. large dividend payments to take place....” “In other words, if dividend payments or payments in connection with a reduction of the share capital of a company are used as means to avoid the restriction in § 115, Subsection 2, such transactions probably cannot escape the ban by being labelled “dividends”, for example. Med sit udsagn når Jan Schans Christensen formentlig frem til den rette konklusion. Betonningen af ”large dividends” synes at sigte til en retsbruds- eller omgåelsessituation. Men begrundelse er problematisk ud fra en streng juridisk tilgang – idet citatet kan forstås således at § 115, stk. 2 rummer plads for en subjektiv vurdering. Der er ikke belæg for en sådan subjektiv forståelse i bestemmelsen, der fremtræder sprogligt objektivt, og rammer enhver selvfinansiering – ikke kun selvfinansiering, der er tilstrækkelig stor, jf. ”large dividend payments”. Dommen TfS 2004.484Ø forekommer at lide under samme subjektive forståelse af § 115, stk. 2. Dommen behandles indgående i afsnit 3.2.3.3.

det mod aktionærlån til også at omfatte lån og sikkerhedsstillelse til potentielle aktionærer. En sådan direkte sammenhæng er særegen for Danmark, da det relativt konsekvente forbud mod aktionærlån er en dansk specialitet³³.

Sammenfattende kan det siges, at selvfinansieringsforbuddet umiddelbart fremtræder som en traditionel forbudsbestemmelse, der søger at værne om den tilvejebragte kapital. Bestemmelsens rækkevidde må dermed søges afgrænset i de bærende hensyn bag kapitalvænsreglerne.

2. Selvfinansieringsforbuddets første led

Selvfinansieringsforbuddet er opbygget af to led. Første led angår lån og sikkerhedsstillelse og vil i de klareste overtrædelser af selvfinansieringsforbuddet foreligge før aktietransaktionen.

§ 115, stk. 2, 1. punktum lyder:

”Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anpartar i dets moderselskab.”

Aktieselskabslovens § 115, stk. 2 forbyder, som det fremgår, principielt tre forskellige former for selvfinansiering: 1. selskabet må ikke yde lån, 2. selskabet må ikke stille sikkerhed og 3. selskabet må ikke stille midler til rådighed i forbindelse med en aktieerhvervelse.

Selvom hovedsigtet med denne afhandling er de efterfølgende dispositioner, der ofte vil være omfattet af bestemmelsens andet led, som forbyder ”at stille midler til rådighed”, vil der dog forekomme en række situationer, hvor der findes et overlap mellem bestemmelsens første led om lån og sikkerhedsstillelse og bestemmelsens andet led om at stille midler til rådighed. Disse efterfølgende låne- og sikkerhedsdispositioner vil blive behandlet i det følgende.

2.1 Lån & sikkerhedsstillelse

2.1.1 Introduktion

Når lån og sikkerhedsstillelse vurderes overfor definitive formuedispositioner, som udbytte og udlodning, er det et karakteristikon, at lån og sikkerhedsstillelse etablerer en forpligtelse for modtageren til at betale det lånte tilbage. Ydelsen forbliver fremmedkapital i forhold til modtageren, og bliver aldrig modtagerens egenkapital i modsætning til fx udbytte, kapitalnedsættelse m.v.

Det er utvivlsomt, at lån af penge og pengeeffekter, samt påtagelse af kautions- og panteforpligtelser er omfattet af bestemmelsen³⁴. Under pengeeffekter omfattes fx værdipapirer og andre formuegoder, som uden vanskeligheder vil kunne realiseres til penge. Begreberne

³³ Således er det fx muligt i Norge i et nærmere bestemt omfang at optage aktionærlån. Den norske Aksjeloven:

§ 8-7. Selskapet kan bare gi kreditt til eller stille sikkerhet til fordel for en aksjeeier eller noen av aksjeeierens nærstående innenfor rammen av de midler som selskapet kan benytte til utdeling av utbytte, og bare når det stilles betryggende sikkerhet for kravet på tilbakebetaling eller tilbakesøkning.

³⁴ Paul Krüger Andersen, Aktie- og Anpartsselskabsret, 8. udgave, side 265.

lån og sikkerhedsstillelse indgår i en velkendt juridisk terminologi, hvorfor det næppe vil volde vanskeligheder at identificere sådanne dispositioner. Dette støttes af, at langt hovedvægten af domspraksis angår spørgsmålet om at ”stille midler til rådighed”, hvilket styrker antagelsen om, at det i praksis ikke indebærer nævneværdige vanskeligheder at klarlægge indholdet af henholdsvis lån og sikkerhedsstillelse.

Der sondres juridisk mellem lån til eje og lån til brug. Ved lån til brug forudsættes, at den lånte genstand tilbageleveres³⁵. Omvendt vil lån til eje medføre en forpligtelse til at tilbagelevere en *tilsvarende* ydelse, som er lånt. Pengelån er et eksempel på lån til eje, da låntager alene er forpligtet til at tilbagelevere en tilsvarende mængde af den samme generiske ydelse, penge. Anderledes med lån af brugsgenstande som fx en bil. Her er man, som låntager, forpligtet til at tilbagelevere netop den lånte bil.

Pengelån og andet lån til eje er bestemmelsens kerneområde, da lån til eje netop indebærer en høj risiko for, at låntager ikke kan præstere tilbagebetalingen.

For så vidt angår lån til brug, så anfører Johan Giertsen for norsk rets vedkommende, at sådanne lån falder uden for bestemmelsen om selvfinansiering³⁶. Det er ikke givet, at dette er rigtig for dansk rets vedkommende. Tænkes det, at der mellem køber og sælger, med henblik på en forestående virksomhedsoverdragelse, etableres et vederlagsfrit lån af nogle af målselskabets produktionsaktiver, vil køber i tiden op til aktietransaktionen friholdes for en række udgifter til leje af andre tilsvarende aktiver.

Det må medgives, at et sådan brugslån ikke indebærer en risiko for selskabets kapital svarende til den risiko, der eksisterer ved et pengelån eller et hvert andet lån til eje af andre generiske genstande. Dette underbygges ikke mindst af, at långiver har separatist status i forhold til låntagers kreditorer, hvilket medvirker til at sikre kapitalinteressen³⁷. Dette taler, i overensstemmelse med norsk ret, for ikke at anse en sådan ydelse som et lån, der er omfattet af bestemmelsen.

Det er imidlertid heller ikke låneforbuddet i § 115, stk. 2, 1. pkt, som en sådan konstruktion aktualiserer. Det afgørende er, at aktieerhververen friholdes for en udgift, der i stedet afholdes af målselskabet med henblik på den senere aktietransaktion, herved er der ”*stillet midler til rådighed*” i forbindelse med aktieerhvervelsen. En sådan disposition vil som udgangspunkt være ulovlig jf. § 115, stk. 2, 2. pkt³⁸. Dette understøttes af en nyere engelsk dom³⁹, hvor retten, med baggrund i den britiske bestemmelse om selvfinansiering, fandt at netop

³⁵ Bernhard Gomard, Obligationsret 1. del, 3. udgave, side 77f.

³⁶ Johan Giertsen, Selskapsfinansierede Aksjeerhverv, Bergen, 1996, side 69.

³⁷ Da genstanden ikke indgår i låntagers bo, kan den ikke være genstand for individual- eller universalfølgning. Princippet er udtrykt i konkurslovens § 82.

³⁸ Jeg har diskuteret problemsstillingen med Johan Giertsen, og han medgiver at norsk ret i dag formentlig også må fortolkes i overensstemmelse med det anførte om dansk ret.

³⁹ Dommen Chaston V. SWP Group Plc. ([2002] EWCA Civ 1999, [2003] 1 B.C.L.C., er indgående behandlet af Dr. Eilis Ferran i Cambridge Law Journal Marts 2004, vol.63, Corporate Transactions and Financial Assistance: Shifting Policy Perceptions but Static Law, side 235 ff.

det forhold, at aktiehverver friholdtes fra en udgift indebar en ulovlig *forskudsydelse*, hvilket er omfattet af ”at stille midler til rådighed”. Da det britiske forbud hviler på samme bestemmelse i Kapitaldirektivet, som Aktieselskabslovens § 115, stk. 2, kan dommen ikke afvises som uinteressant for forståelsen af det danske selvfinansieringsforbud. Rækkevidden af ”at stille midler til rådighed” jf. Aktieselskabslovens § 115, stk. 2, 2. pkt., er indgående behandlet i afsnit 3.2.2, hvor der også redegøres for, hvorfor ”at yde forskud” med sikkerhed indeholdes i ”at stille midler til rådighed”.

Det anføres af Niels Kjellelund⁴⁰, at såkaldte ”negative pledges”, hvor *målselskabet*, evt. sammen med andre koncernforbundne selskaber, overfor en finansier afstår fra en række formueretlige dispositioner, herunder fx sikkerhedsstillelse i form af pantsætning eller kaution, ikke omfattes af begrebet sikkerhedsstillelse. Da negative pledges er karakteriseret ved, at selskabet som udgangspunkt afholder sig fra at disponere over sin formue, har negative pledges en kapitalbevarende karakter, og aktualiserer derfor ikke selvfinansieringsforbuddet.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har i en afgørelse imidlertid anført, at hvis *aktieerhververen* overfor sin finansier har påtaget sig at anvende sin indflydelse i målselskabet til at formå dette til at afstå fra en række formuedispositioner, fx optagelse af en nødvendig driftskredit mod pant i selskabets aktiver, kan det ikke udelukkes, at selvfinansieringsforbuddet herved ville kunne aktualiseres⁴¹.

Det synes dog vanskeligt at forene § 115, stk. 2's ordlyd om lån og sikkerhedsstillelse med en situation, hvor selskabet faktisk afstår herfra. En sådan disposition vil derimod være præget af, at aktieerhververen, under risiko for aktuel misligholdelse over for sin finansier, påvirker selskabet til fortsat at afholde sig fra en nødvendig kreditoptagelse. Dette indebærer, at aktieerhververen, på de andre aktionærs eller selskabets bekostning, skaffer sig en utilbørlig fordel. Aktieselskabslovens § 63 må således være den korrekte subsumtion frem for § 115, stk. 2, i et sådan tilfælde.

Et andet eksempel, der aktualiserer låneforbuddet, kan tænkes såfremt målselskabet sælger en genstand til aktieerhververen på kredit, uden samtidig, gennem et ejendomsforbehold, at sikre sig rettigheder over genstanden. Genstanden vil under disse omstændigheder kunne tjene som sikkerhed for låntager, og dermed tilvejebringe en kreditfacilitet hos en bank. Denne disposition vil antageligt være omfattet af forbuddet, da kreditsalget her dækker over en disposition, der sigter til at yde en finansiering, og set ud fra kapitalinteressen ikke er forskellig fra en situation, hvor målselskabet havde lånt pengene direkte til aktieerhververen.

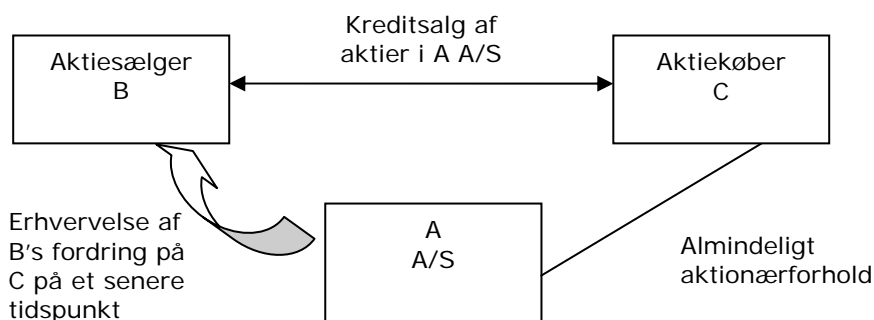
Dette medfører ikke, at samhandel mellem målselskabet og aktieerhververen er forbudt, der skal blot være tale om almindelige og sædvanlige transaktioner. Det, der kendetegner de ulovlige transaktioner er således, at de tjener et finansierende formål i forbindelse med

⁴⁰ Niels Kjellegaard Jensen, Selskabsretlig Håndbog – (U)lovligt kapitaludtræk i A/S & Aps, side 159.

⁴¹ Ibid, side 159. med henvisning til Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udtalelse af 11. juni 1999.

en forestående aktietransaktion mellem køber på den ene side og målselskabets aktionærer på den anden side.

Endelig kan det tænkes, at *aktiesælger* (B), der forlader selskabet, sælger sine aktier på kredit til *aktiekøber* (C). På et senere tidspunkt erhverver *målselskabet* (A), ud fra egne forretningsmæssige interesser og på sædvanlige vilkår, Bs fordring på C.



Det er oplagt, at C ikke kunne have lånt pengene i A til dennes køb af aktierne fra B. Men isoleret set medfører tidsforskydningen i den beskrevne disposition, at der næppe opstår selvfinansieringsretlige spørgsmål, da kreditfaciliteten jo netop er etableret mellem aktiesælger- og køber⁴², og som sådan er selskabet uvedkommende. Det er aktiesælger (B), som oprindeligt har påtaget sig kreditrisikoen og ikke målselskabet (A). I det omfang målselskabet (A) efterfølgende, og ud fra egen selskabsinteresse, måtte ønske at erhverve fordringen på C, synes Aktieselskabslovens § 115, stk. 2 ikke, ud fra bestemmelsens ordlyd, at stille sig hindrende herfor.

Situationen er selvsagt ikke omfattet af Aktieselskabslovens stiftelsesregler i § 6, stk. 2 og § 6c, der forbyder overtagelse af fordringer på stiftere og aktietegnere, idet selskabskapitalen allerede er tilvejebragt. Men kapitalinteressen, som disse regler også er udtryk for, sammenholdt med både aktionærlånsreglerne i Aktieselskabslovens § 115, stk. 1 og selvfinansieringsforbuddet, tilsiger umiddelbart, at en sådan disposition burde anses som en omgåelse af selvfinansieringsreglen. Dette synes også at være udgangspunktet hos Ida Rosenberg.⁴³ Imod denne opfattelse kan det anføres, at selskabet jo netop ikke i denne situation *yder lån til finansiering* af erhvervelse af aktierne. Finansieringen ydes af aktiesælgeren. Selvom fremgangsmåden nemt kan tænkes misbrugt, netop med henblik på omgåelse af selvfinansieringsforbuddet og aktionærlånsreglerne, bør det dog fastholdes, at selskabet, når et vist tidsrum er forløbet, godt fra en *tidligere* aktionær kan erhverve en fordring på en nuværende aktionær. Det er klart, at en sådan disposition skal være i selskabets selvstændige interesse og i øvrigt ikke må stride mod aktionærlånsreglerne i § 115, stk.1.

⁴² Karnov, Note 378, til Aktieselskabslovens §115, stk. 1, angående aktionærlån, der lyder: ”Bestemmelsen omfatter efter sin formulering alene modtagere af lån mv., der er aktionærer ved ydelsen af lånet eller sikkerheden”. Tilsvarende må anføres for så vidt angår § 115, stk. 2 parallelle regulering af lån og sikkerhedsstillelse i forbindelse med selvfinansiering jf. § 115, stk.2.

⁴³ Ida Rosenberg, mfl. Aktieselskabsloven 6. udgave, side 369.

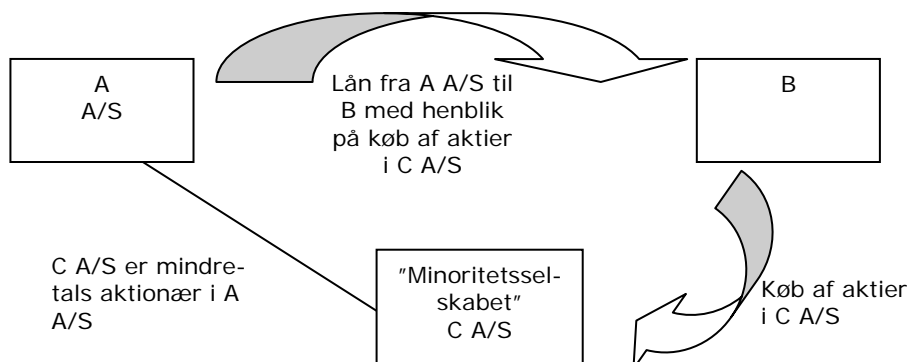
Sammenfattende kan det fastslås, at både lån til eje og lån til brug vil kunne aktualisere selvfinansieringsforbuddet. Herved adskiller selvfinansieringsforbuddet sig fra aktionærlånsreglerne, der ikke antages at realiseres ved lån til brug.⁴⁴ Det er imidlertid karakteristisk, at det ikke er bestemmelsens indhold om lån og sikkerhedsstillelse, der er overtrådt, men derimod forbuddet mod at stille andre midler til rådighed jf. Aktieselskabslovens § 115, stk. 2, 2. pkt. Dette forudsætter selvsagt, at lånet er ydet med henblik på aktiefinansieringen og *ikke* er udtryk for en almindelig forretningsmæssig transaktion mellem parterne. Samhandelsdispositioner mellem parterne, der har et finansierende sigte, vil være omfattet af forbuddet enten direkte, eller som udtryk for omgåelse.

2.1.2 Den omfattede personkreds

Hvor aktionærlånsforbuddet i § 115, stk. 1 angår en specifikt opregnet personskreds, er dette ikke tilfældet med selvfinansieringsforbuddet i stk. 2, der retter sig mod enhver fremtidig potentiel aktionær. I det omfang en aktieerhverver allerede er aktionær i selskabet, vil ydelser, der er omfattet af § 115, stk. 2, enten være ulovlige aktionærlån, jf. § 115, stk. 2, 1. pkt., der omfatter lån og sikkerhedsstillelse, eller ulovligt udbytte, som vil være omfattet af jf. § 115, stk. 2, 2. pkt. om at "stille midler til rådighed". Der gælder en generel undtagelse for koncernlån til moderselskaber jf. § 115a, stk. 2. Koncernlånets lovlighed i forbindelse med aktietransaktioner behandles nedenfor.

Hvor forbuddet retter sig mod enhver potentiel aktionær, så begrænses forbuddet dog af, at alene køb af aktier i selskabet eller dets moderselskab er omfattet af forbuddet. Denne afgrænsning indebærer, at følgende transaktion må anses som lovlig:

Et dansk selskab (A) vil lovligt kunne yde et lån til en person (B), som ønsker at købe aktier i et selskab (C), selvom selskabet (C) er mindretalsaktionær i det långivende selskab (A). Dette skyldes, at der ikke ydes lån til finansiering i hverken et moderselskab eller i selskabet selv.



⁴⁴ Paul Krüger Andersen, Aktie- og Anpartsselskabsret, 8. udgave, side 264.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har en lang praksis for at anse konstruktioner som udtryk omgåelse og dermed ulovlige⁴⁵, når Styrelsen har fundet, at konkrete forhold har gjort en disposition anfægtelig. Den ovenfor beskrevne disposition vil antageligvis også kunne være genstand for en sådan anfægtelighedsvurdering. En omgåelsesbetragtning lægger sig i denne sammenhæng terminologisk op ad analogislutninger.

Det må først og fremmest være klart, at når § 115, stk. 2 omtaler aktier i moderselskaber, som omfattet på lige fod med aktier i selskabet, så er aktier i et ”minoritetsselskab”, modsætningsvist, ikke omfattet af bestemmelsen. Ved analogislutninger stilles der traditionelt krav om årsagernes lighed, og at der kan påvises et ”hul i lovgivningen”⁴⁶. Hertil må det bemærkes, at moderselskaber er omfattet af bestemmelsen, fordi et moderselskab, grundet sin stemmemæssige majoritetsstilling, vil kunne påvirke sit datterselskab i overensstemmelse med moderselskabets ønsker, hvilket indebærer den uønskede risiko for datterselskabets kreditorer og mindretalsaktionærer. I en lånetransaktion som her beskrevet, vil lånet ikke udgøre en tilsvarende risiko for ”minoritetsselskabets” kapitalinteresse. Endvidere må det klart antages, at der ikke foreligger et hul i lovgivningen al den stund, at der netop er taget stilling til, at alene moderselskaber skal være omfattet af bestemmelsen. Det er således ikke muligt at anlægge en analogislutning på dispositionen, hvorfor den lovligt kan gennemføres.

2.2 Aktionær- og koncernlån

2.2.1 Introduktion

Hvor et målselskab erhverves af et andet selskab, vil en række selskabsretlige dispositioner ofte være udtryk for efterfølgende lån eller sikkerhedsstillelse, og derfor som udgangspunkt uforenelige med selvfinansieringsforbuddet. Det er imidlertid selskabsretligt problematisk at begrænse de dispositioner, som almindeligvis foretages mellem et moder- og et datterselskab, når der ikke samtidig anvises en sikker vej som datter- og moderselskabets ledelse kan betræde i tiden efter en aktietransaktion, uden at risikere en overtrædelse af § 115, stk. 2

Koncernlån mellem danske koncernforbundne selskaber er lovlige jf. Aktieselskabslovens § 115a stk.1., ligesom koncernlån til moderselskaber registreret i EU/EØS landene tilsvarende er lovlige. Det kan derfor indledningsvist overvejes, om der også for moderselskaber gælder en undtagelse i forhold til selvfinansiering, der, som tidligere anført, er en personel udvidelse af aktionærlånsreglerne til også at omfatte potentielle aktionærer.

§ 115a, stk. 1 undtager imidlertid udtrykkeligt alene aktionærlån jf. § 115, stk. 1, medens § 115, stk. 2, ikke nævnes. Michael Serup anfører, at dette ikke kan antages at skyldes en lapsus, da den nuværende undtagelsesbestemmelse oprindeligt blev indført som § 115, stk. 3, medens selvfinansieringsforbuddet dengang var placeret i stk. 4, uden at det dengang antoges, at selvfinansiering lovligt kunne foretages

⁴⁵ Se Revision & Regnskab, nr. 10, 2001, side 16 ff. af Jens Steen Jensen om cash pooling.

⁴⁶ Jens Evald, Retskilderne og den juridiske metode, 2. udgave, side 56.

over for moderselskaber⁴⁷. Rigtigt er det i hvert fald, at der hverken i forarbejder eller i bestemmelsens ordlyd findes støtte for at antage, at et moderselskab skulle nyde samme fritagelse som ved aktionærlån jf. Aktieselskabslovens § 115a, stk. 1.

Med Werlauffs ord så har selvfinansieringens retsstridighed forrang for koncernlånets retsmæssighed⁴⁸.

Dette medfører dog ikke nødvendigvis, at der ikke kan ydes koncernlån efter en aktietransaktion. Problemstillingen var ikke anledning til Vestre Landsrets kendelse, U1999.1429, men dommens præmisser kan alligevel give en indikation af selvfinansieringsforbudets rækkevidde i denne henseende.

I forarbejderne til lovændringen i 1982 anførtes det om den nye formulering:

”I bestemmelsens stk. 2 opretholdes forbudet i AL § 115, stk. 4, dog således, at formuleringen er ændret for at tilvejebringe overensstemmelse med direktivets art. 23, stk. 1. I den foreslåede form omfatter bestemmelsens forbud **enhver finansiering** af køb af aktier eller anparter” [Min udhævelse]

Landsretten, der var blevet forelagt en anmodning om en præjudiciel prøvelse for EF-domstolen, anførte hertil:

”Landsretten kan tiltræde, at der ville være tale om en meget vidtgående fortolkning af forbudet mod selvfinansiering, hvis dette skulle udstrækkes til at omfatte enhver efterfølgende disposition. Efter landsrettens vurdering må det afgørende være, om der i opkøbs- eller salgsøjeblikket af overskudsselskabet er ydet lån, stillet sikkerhed eller midler til rådighed til gennemførelse af handlen. Såfremt det kan lægges til grund, at det forholder sig således, er det landsrettens opfattelse, at der er tale om dispositioner, der utvivlsomt er omfattet af kerneområdet af artikel 23, stk. 1, i 2. selskabsdirektiv.”

Anmodningen om den præjudicielle afgørelse blev således afvist, da der, efter landsrettens vurdering, forelå *acte clair*⁴⁹.

Det interessante ved kendelse er ikke resultatet, men den omstændighed, at landsretten tilsyneladende afviser, at forarbejderne må forstås efter deres ordlyd.

⁴⁷ Michael Serup, Grænserne for (u)lovligt anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet, U1996B.72, side 78.

⁴⁸ Erik Werlauff, Selskabsret, 5. udgave, side 296.

⁴⁹ Med baggrund i EF-domstolssagen 238/81, CILFIT-sagen, benyttes udtrykket *acte éclairé* om de situationer, der omtales i dommens præmis 13 & 14, der fastslår, at der ikke er forelæggelsespligt, hvis spørgsmålet tidligere er besvaret eller hvis dets besvarelse fremgår af EF-domstolens hidtidige praksis, og udtrykket *acte clair* som betegnelse for de i præmis 16-20 beskrevne tilfælde, som i U1999.1429VK hvor retstillingen er klar.

Dommen fastslår i præmis 16: Endelig kan den korrekte anvendelse af EF-retten fremgå med en sådan klarhed, at der ikke foreligger nogen rimelig tvivl om afgørelsen af det rejste spørgsmål. Inden den nationale ret statuerer, at dette er tilfældet, må den være overbevist om, at hverken de øvrige medlemsstaters retter eller domstolen vil være i tvivl om afgørelsen. Kun når disse betingelser er opfyldt, kan den nationale ret undlade at forelægge spørgsmålet for domstolen og således selvstændigt træffe afgørelsen.

Dommen kan findes på <http://www.europa.eu.int/eur-lex/da/index.html> - se også EU Ret, 3. reviderede udgave af Ruth Nielsen, side 92.

I forhold til koncernlån medfører landsrettens forståelse antageligvis, at koncernlån efterfølgende kan ydes, såfremt det ikke har været parternes oprindelige intention, at datterselskabet midler skulle anvendes hertil. Denne opfattelse støttes af en afgørelse fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fra 2001⁵⁰, hvori Styrelsen generelt anfører ”Når det skal vurderes om en transaktion er i strid med Aktieselskabslovens § 115, stk. 2, vejer aktie-erhververs hensigter på erhvervestidspunktet tungt”. Erhvervs- og Selskabsstyrelsens opfattelse har sin berettigelse i en bevismæssig vurdering. Men også materielt kan det anføres, at Styrelsens opfattelse har noget for sig for så vidt angår koncernlån.

Da koncernlån er en delmængde af de dispositioner, der som udgangspunkt er ulovlige selvfinansierende dispositioner, vil det altid være en konkret vurdering, der kan begrunde, at dispositionen alligevel accepteres. Sådan må det nødvendigvis være, når to lovbestemmelser, der søger at varetage to modsatrettede interesser, regulerer en og samme disposition. Andre fortolkningsregler vil ikke medføre et hensigtsmæssigt resultat. *Lex posterior* vil medføre, at koncernlånet *altid* ville være lovligt, da koncernlånsreglerne er yngre end selvfinansieringsreglerne, medens *lex specialis* vil medføre, at koncernlånet *aldrig* ville være lovligt⁵¹. *Lex posterior* medfører en oplagt risiko for kapitalinteressen, og virker derfor imod bestemmelsens hensigt. Omvendt har *lex specialis* heller ikke meget for sig, når Vestre Landsrets kendelse inddrages. *Lex specialis* ville endvidere medføre, at koncernlån i praksis ville umuliggøres, når moder- eller datterselskabets aktier var genstand for omsætning, hvilket ikke kan tænkes at være hensigten med bestemmelsen. Derfor må løsningen blive, at der kan ydes koncernlån mellem et datter- og moderselskab, såfremt dette lån ikke har et finansielt sigte i forbindelse med en tidligere eller forestående aktietransaktion.

Det er således klart, at hvis der foreligger en tidsmæssig sammenhæng mellem aktietransaktionen og etableringen af koncernlånet, eller der på anden måde kan påvises at et koncernlån er tænkt anvendt til indfrielse hos moderselskabets finansier, vil der foreligge ulovlig selvfinansiering.

I øvrigt må det være en betingelse, at det også efterfølgende kan konstateres, at koncernlånet faktisk *ikke* blev anvendt til finansieringen af aktieerhvervelsen.

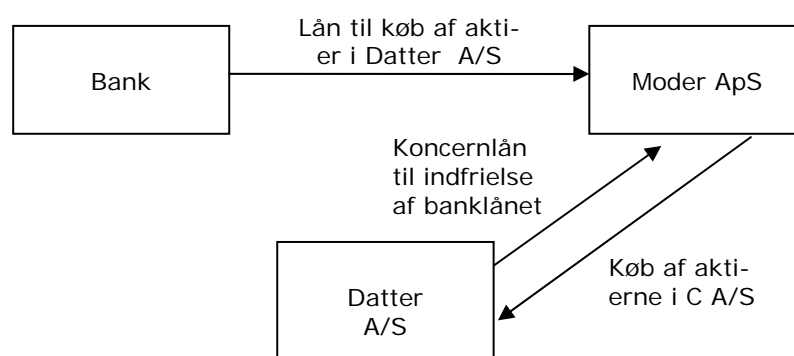
Koncernlånenes lovlighed i denne sammenhæng har i øvrigt høj praktisk betydning. Senest har de påtænkte koncerninterne finansielle konstruktioner i forbindelse med overtagelsen af rengørings-selskabet ISS medført dyb uenighed mellem på den ene side ISS' kreditorer og på den anden side køberne, Kapitalfonden EQT og Goldman Sachs.

⁵⁰ Erhvervs- og Selskabsstyrelsens afgørelse af 2/2-2001.

⁵¹ Jens Ewald, Retskilderne og den juridiske metode, 2. udgave, side 19. I *lex posterior* går den yngre lov forud for den ældre. Ved *lex specialis* går den specielle lov, selvfinansiering, forud for den generelle lov, koncernlånet.

En ældre sag fra Handelsministeriet⁵² viser en konstruktion, der må anses som kerneområdet for selvfinansieringsforbuddet jf. Aktieselskabslovens § 115, stk. 2, 1.pkt.

Et anpartsselskab låner, i forbindelse med erhvervelsen af hele aktiekapitalen i et målselskab, den væsentligste del af købesummen i en bank mod selvskyldnerkaution fra anpartsselskabets ledelse. Et indestående, som målselskabet har i banken, skal ikke stilles som sikkerhed, men med anpartsselskabets erhvervelse af aktierne agter det at låne de fornødne midler i målselskabet, der er blevet datterselskab, med henblik på indfrielse af lånet i banken. Der er utvivlsomt tale om

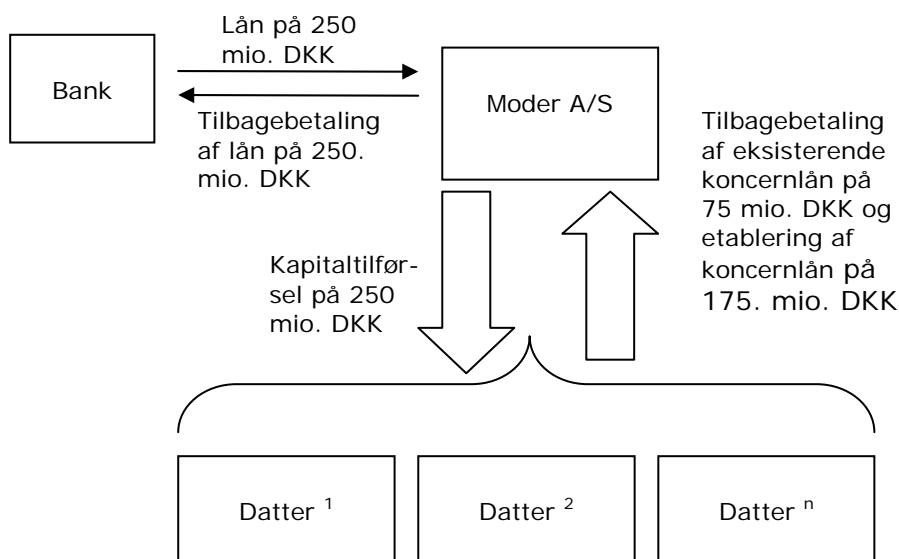


ulovlig selvfinansiering, idet målselskabet, helt evident, gennem udlån efterfølgende finansierer aktiekøbet.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsens har i sin afgørelse af 27. juni 1994 behandlet en sag med tilsvarende problemstillinger, idet der dog var tale om et koncernlån i forbindelse med en kapitalforhøjelse og ikke en virksomhedsoverdragelse.

Et moderselskab havde 75 mio. DKK til gode hos nogle datterselskaber, og ønskede at gennemføre en kapitalforhøjelse på 250 mio. DKK i datterselskaberne. Pengene hertil skulle finansieres af moderselskabets bank. Efter kapitaltilførslen i datterselskaberne, skulle datterselskaberne indfri deres udestående overfor moderselskabet på 75 mio. DKK, og herefter udlåne restbeløbet på 175 mio. DKK til moderselskabet. Gennem denne transaktion ville moderselskabet kunne indfri det netop optagede lån i banken. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fandt, at selv om 1) tilbagebetaling af lån og 2) etablering af koncernlån var i overensstemmelse med selskabslovgivningen, indebar samspillet mellem de enkelte elementer, og dermed den samlede virkning af fremgangsmåden som helhed, at datterselskaberne, og ikke moderselskabet, selv finansierede den planlagte kapitaludvidelse. Fremgangsmåden var derfor omfattet af forbuddet mod selvfinansiering.

⁵² Sagen er gengivet i Ida Rosenberg m.fl. Aktieselskabsloven, 6. udgave, side 372.



Det er korrekt, at situationen *også* er omfattet af selvfinansiering. Men som anført af Werlauff, så ligner situationen dog mere en overtrædelse af Aktieselskabslovens § 48h om forbud mod at tegne aktier i selskabet selv.⁵³ Da bestemmelserne søger at beskytte samme kapitalinteresse, dækker Aktieselskabslovens § 48h og § 115, stk. 2 her det samme område, og dispositionen kan anskues ud fra begge bestemmelser.

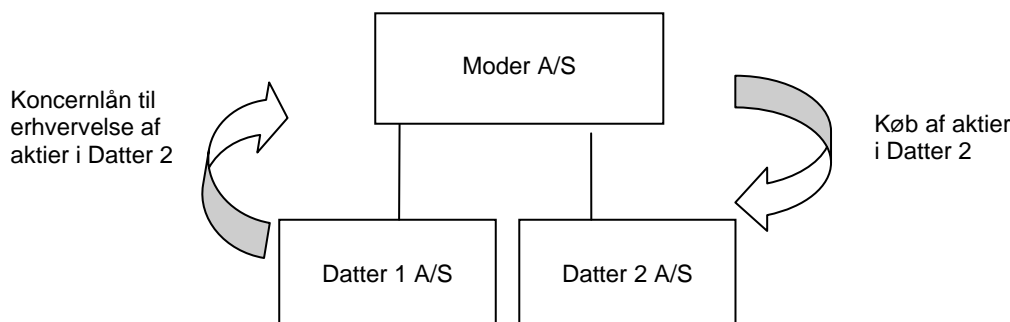
Det må nok antages, at hvis moderselskabet alene havde fået foretaget en kapitalforhøjelse, der svarede til tilgodehavendet på 75 mio. kroner, og som efterfølgende var betalt tilbage til moderselskabet til indfrielse af gælden, ville dispositionen næppe være omfattet af selvfinansieringsforbuddet, da der her alene ville foreligge en *gældsbetaling* og ikke *låneydelse*.

Det kan i forlængelse heraf overvejes, om der gælder et forbud mod, at et selskab stiller lån, sikkerhed eller midler til rådighed for erhvervelse af aktier i et søsterselskab. Et sådan forbud findes eksempelvis i den svenske bestemmelse om selvfinansiering⁵⁴. Selvom det kan anføres, at to søsterselskaber vil være kendetegnet ved, at der bag dem begge sidder den samme ejerkreds på majoriteten af stemmerne, jf. Aktieselskabslovens § 2, så vil der som udgangspunkt ikke i ordlyden af det danske forbud kunne findes støtte herfor. Imidlertid vil netop det forhold, at der er personsammenfald i den bestemmende aktionærkreds i begge selskaber, potentielt kunne aktualisere den samme risiko for kapitalen, som bestemmelsen søger at undgå. Tilfælde hvor der faktisk sker en finansiering til erhvervelse af aktier i det långivende selskab, vil derfor kunne risikere at blive vurderet som omgåelse.

⁵³ Erik Werlauff, Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte m.v., U2001B.384.

⁵⁴ Michael Serup, Grænserne for (u)lovligt anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet, U1996B.72.

Heroverfor må det dog anføres, at det selskabsretlige udgangspunkt skal fastholdes, selvom forbuddets rækkevidde er upræcist, og dispositionerne sker i en koncern. Der er således, på trods af person-sammenfald, tale om selvstændige juridiske personer med hver deres ansvarlige bestyrelse og ledelse. Uanset at der består et sådan person-sammenfald, så vil en låneydelse fra Datterselskab 1 til Moderselskabet med henblik på køb af aktier i Datterselskab 2 som udgangspunkt ikke udgøre selvfinansiering. Dette skyldes, at beskyttelsesobjektet i aktietransaktionen er Datterselskab 2 og dets kreditorer og aktionærer.



Hvordan aktieerhververen, her Moderselskabet, i øvrigt finansierer en sådan erhvervelse, er ikke genstand for regulering i § 115, stk. 2. I en situation hvor lånet i øvrigt er givet til moderselskabet på sædvanlige betingelser, vil dispositionen ikke være ulovlig. En efterfølgende transport mellem datterselskaberne, således at Datterselskab 2 erhverver fordringen på moderselskabet vil dog formentlig medføre, at selvfinansieringsbestemmelsen er realiseret. Dette skyldes, at moderselskabet gennem koncernforholdet til stadighed kan præge datterselskabets beslutninger.

I forlængelse af omgåelsesproblematikken må det bemærkes, at de ulovbestemte undtagelser for aktionærlån, der gælder for dispositioner, som er erhvervsmæssigt begrundede og sædvanlige inden for branchen⁵⁵, tilsvarende ikke kan antages at udgøre ulovlig selvfinansiering. Sondringen, der for så vidt angår aktionærlån kan findes direkte i § 115, stk. 1s forarbejder⁵⁶, er ikke omtalt i forarbejderne til § 115, stk. 2. Der er imidlertid tale om en praktisk undtagelse, der ellers ville forhindre en fremtidig aktionær i at have et almindeligt samhandelsforhold med det selskab, som han potentielt senere bliver aktionær i⁵⁷.

Det må således antages, at der ikke er noget til hinder for, at der mellem køber og målselskabet, eksempelvis et selskab, der ønsker at opkøbe sin leverandør, findes en eksisterende og sædvanlig samhandelskredit. Dette følger allerede af, at der skal ydes *finansiering til erhvervelse* af aktier i selskabet. En sædvanlig handelskredit mellem sel-

⁵⁵ Niels Bang Sørensen, Aktionærlån i Praxis, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2004, nr. 4, side 446.

⁵⁶ Folketingstidende 1981/1982, tillæg A, spalte 2885.

⁵⁷ Britta K. Thomsen, Justita 1992, nr. 5, side 17.

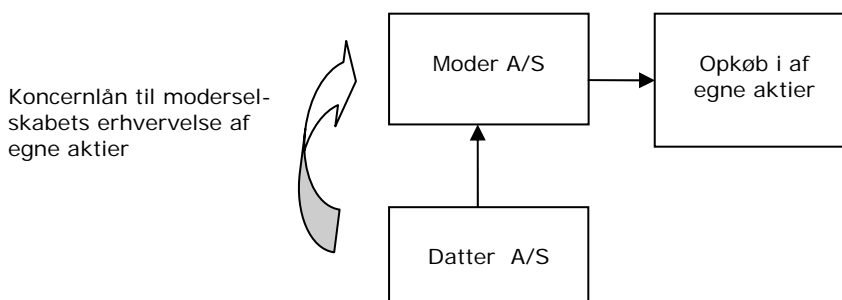
skabet og dets potentielle aktionærer, kan ikke anses som en finansiering af en fremtidig aktieerhvervelse i selskabet. Dette forudsætter naturligvis, at handelskrediten ikke anvendes til omgåelse af selvfinansieringsforbuddet. En sådan opfattelse er i øvrigt i overensstemmelse med præmisserne i VLK 1999.1429, der tillægger det betydning at ”... der i salgøjeblikket ..[]... er ydet lån...[]... til gennemførelse af handlen”.

Præmisserne kan siges at tillægge en subjektiv vurdering større plads, end der synes rum for i bestemmelsens ordlyd, som er formuleret helt objektivt. I overensstemmelse med Vestre Landsrets forståelse hedder det noget bredere fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsens afgørelse af 02.02.2001⁵⁸, at: ”Når det skal vurderes om en transaktion er i strid med Aktieselskabslovens § 115, stk. 2, vejer aktie-erhververs hensigter på erhvervestidspunktet tungt”. Der er næppe grundlag for at tillægge det subjektive element så stor materiel vægt i § 115, stk. 2, som Erhvervs- og Selskabsstyrelsen tilsyneladende giver udtryk for i denne afgørelse. Bevismæssigt er det dog klart, at når der kan påvises en hensigt om selvfinansiering, vil det være lettere at sandsynliggøre en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet overfor domstolene, selvom det, grundet pengenes generiske karakter, vil være vanskeligt at pege på en direkte lånefinansierende disposition.

2.2.2 Særligt om koncerndlån og egne aktier

Eftersom der ikke gælder nogen undtagelse for moderselskaber svarende til Aktieselskabslovens § 115a, stk.1, volder det ingen vanskeligheder at erkende, at et datterselskab ikke må yde lån til sit moderselskab med henblik på køb af aktier i datterselskabet selv. Der sker en objektiv konstaterbar realisering af indholdet i § 115, stk. 2, ved at datterselskabet ”yder lån [...] til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet”.

Dette synes umiddelbart også at være tilfældet, hvis et datterselskab yder lån til sit moderselskab med henblik på, at moderselskabet opkøber egne aktier. Herved ”ydes der lån til finansiering af aktier i selskabet eller dets moderselskab”. Hvis kreditten ydes til en udenforstående tredjemand, vil det være uden betydning, om det er moderselskabet eller et datterselskab, der er kreditor, da det vil have samme effekt på koncernen som helhed, og en sådan disposition vil udgøre en ulovlig selvfinansiering.



⁵⁸ Afgørelsen, der egentlig omhandler fusionstilfælde, behandles indgående i afsnit 3.2.3.6.

Det samme kan imidlertid *ikke* anføres ved andre koncerninterne dispositioner. Det følger af Aktieselskabslovens § 48, stk. 1, at et selskab og dets datterselskaber må erhverve op til 10 % af aktiekapitalen i selskabet. Det er således ikke ulovligt for et datterselskab at *købe* aktier i sit moderselskab. Set i dette lys er det vanskeligt at pege på en begrundelse, der tilsiger, at det skulle involvere større risiko for datterselskabets kapital at stille sikkerhed eller yde lån med henblik på, at moderselskabet opkøber egne aktier, end at datterselskabet selv foretager købet.

Kapitalinteressen er ikke ringere stillet ved udlån frem for køb. Der kunne måske endda anføres en formodning for, at kapitalinteressen bør tilsige, at datterselskabet låner pengene til moderselskabet, i stedet for selv at forestå aktiekøbet.

Når der ses bort fra børsnoterede selskaber, vil markedet for minoritetsposter, hvilket et datterselskabs besiddelser jf. 10%-reglen i § 48, stk. 1 *altid* vil være, typisk være meget begrænset. Ofte vil det reelt kun være muligt at sælge til hovedaktionæren. Det kan derfor være vanskeligt for et datterselskab, med aktier i moderselskabet, efterfølgende at afsætte disse illikvide aktier til samme kurs, som de blev købt. Det kan fx tænkes, at hovedaktionæren mangler penge eller ikke ønsker at erhverve aktierne. Havde datterselskabet imidlertid i stedet lånt pengene til moderselskabet, således at moderselskabet selv kunne købe sine aktier, ville datterselskabet have et tilgodehavende, der af skattemæssige årsager ville være rentebærende⁵⁹ og endvidere typisk skulle indløses til kurs pari. Som aktieejer vil datterselskabet derimod ikke have noget tilgodehavende hos nogen.

Uanset at § 115, stk. 2, umiddelbart virker klar på dette punkt, og at en disposition som beskrevet ovenfor realiserer forbuddets indhold, er det, *de lege feranda*, min opfattelse, at der med fordel kunne sondres mellem tilfælde, hvor datterselskabet låner penge til en udenforstående tredjemand med henblik på køb af aktier i moderselskabet, hvilket utvivlsomt er ulovligt, og det tilfælde hvor lånet ydes til moderselskabet, i en situation hvor alternativet ville være at datterselskabet selv havde købt aktier i moderselskabet. Sondringen har sin berettigelse, netop fordi det ofte vil være en, for kapitalinteressen, mere betryggende løsning at låne pengene ud i stedet for at købe aktierne.

Et andet interessant tilfælde hvor selvfinansieringsforbuddet kan tænkes at stå i vejen for en velbegrundet disposition er afhændelse af egne aktier. Hvis selskabet besidder aktier ud over 10%-grænsen i Aktieselskabslovens § 48, stk. 1, påhviler det selskabet at afhænde aktier i tilstrækkeligt omfang til at komme ned på eller under 10%-grænsen. I et sådan tilfælde vil selskabet ikke kunne yde kredit til en potentiel aktieerhverver, uanset at selskabet i denne situation er lovmæssigt forpligtet til at foretage en sådan afhændelse, da det vil indebære en realisering af selvfinansieringsforbuddet. Konsekvensen vil da i stedet være en kapitalnedsættelse jf. Aktieselskabslovens § 48f, under iagttagelse af reglerne om proklama. Herved sikres selskabets kreditorer, hvorfor selvfinansieringsforbuddet i denne sammenhæng må antages

⁵⁹ Jf. Armslængdeprincippet.

at virke efter sin hensigt. Finansieringen af salg af egne aktier må derfor, udenfor det tilfælde der er omfattet af den generelle undtagelse for medarbejderaktier i Aktieselskabslovens § 115a, stk. 2, nødvendigvis komme fra en udenforstående finansier.

Tilsvarende betragtninger kan anføres i forbindelse med lignende konstruktioner. Særligt fra børsretten kendes udtrykket ”white knights” om den situation, hvor et selskab, der er udsat for et contested takeover, formår at få venligsindede samarbejdspartnere til at erverve selskabets aktier sideløbende med opkøbsforsøget, for derved at umuliggøre dette⁶⁰. Målselskabet selv vil være berettiget til at opkøbe egne aktier i denne situation, evt. uden generalforsamlingens bemyndigelse, jf. Aktieselskabslovens § 48a. Tænkes det, at målselskabet har rigelige aktiver, men dog ikke tilstrækkelige likviditet, til selv at foretage opkøbet af egne aktier, vil selvfinansieringsforbuddet stille sig hindrende i vejen for, at målselskabet i stedet stillede tabsgaranti, der holder sig inden for 10%-grænsen, overfor en ”white knight”. Det er vanskeligt at forfægte det synspunkt, at kapitalinteressen ved en garantistillelse i en sådan situation er udsat for en særlig risiko, som kapitalinteressen ikke ville være udsat for, hvis målselskabet som alternativ havde været i stand til selv at opkøbe sine aktier. Som selvfinansieringsforbuddet er formuleret i dag, vil det dog være ulovligt at stille en sådan garanti.

Sammenfattende kan det siges, at eksemplerne illustrerer, at selvfinansieringsforbuddet i nogle tilfælde rækker ud over den beskyttelsesinteresse, som er nødvendig. I et økonomisk solidt selskab med adgang til en stor likvidbeholdning vil selvfinansieringsforbuddet ikke være et problem. Er situationen imidlertid den, at selskabet for øjeblikket mangler likviditet, betyder selvfinansieringsforbuddet, at selskabets handlingsmuligheder begrænses betydeligt i en opkøbssituation.

2.2.3 Særligt om cash pooling

Som anført ovenfor må et datterselskab ikke yde lån, eller stille sikkerhed til finansiering af moderselskabets køb af aktier i datterselskabet. Da bestemmelsen er objektivt formuleret, rejser dette særligt et problem i cash pool-arrangementer, som et nyt datterselskab skal indtræde i. Men også den situation, hvor moderselskaber foretager et konsoliderende opkøb i et eksisterende datterselskab, der muligvis allerede deltager i koncernens cash pool-ordning, vil aktualisere samme problemer.

Likvidationsstyring i koncerner sker i udbredt grad ved cash pooling. Cash pooling er selvfinansieringsretligt at anse som en kreditfacilitet i form af et stående koncernlån. Ordningen indebærer, at en række af eller alle koncernens selskaber i fællesskab administrerer deres likviditetsbehov. Overordnet findes der to former for cash pool: ”imaginær pooling” (*notional pooling*) og ”egentlig likviditetsudligning” (*zero balancing*). Egentlig likviditetsudligning forudsætter en faktisk pengeoverførsel og samling af likviditet på en samlekonto; en såkaldt ”master concentration account”, hvorimod imaginær poo-

⁶⁰ Paul Krüger Andersen & Nis Jul Clausen, Børsretten, 2. udgave, side 391.

ling fungerer ved en rentekompensationsmodel gældende for samtlige involverede bankkonti⁶¹. I et selvfinansieringsperspektiv er det underordnet, om den foreliggende cash pool er arrangeret som en notional- eller en zero balancing-ordning. Det afgørende er, at cash poolen udgør en kreditfacilitet, hvorfor begge typer vil være omfattet af den følgende gennemgang.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsens betingelser for på ulovbestemt grundlag at acceptere en cash pool-ordning er, at den skal være erhvervsmæssigt begrundet for selskabet, herunder for koncernen som helhed, og at den er forsvarlig og sædvanlig⁶².

Et løbende kreditarrangement, som cash pools er udtryk for, gør det vanskeligt at foretage konsoliderende opkøb i eksisterende datterselskaber eller indlemme nye datterselskaber i den koncernens finansielle infrastruktur. Dette skyldes ikke mindst at § 115, stk. 2 er objektivt udformet, og derfor omfatter den lille aktieerhvervelse såvel som den komplette virksomhedsoverdragelse.

Sker et opkøb af aktier i et selskab ved træk på cash poolen, hvorved dette bliver et datterselskab, vil selve dette forhold udelukke, at datterselskabet indtræder i cash pool-ordningen. Selvom Aktieselskabslovens § 115, stk. 2 som udgangspunkt ikke svækkes af den tid, der er forløbet efter aktietransaktionen, vil koncernlånsreglerne, og herunder cash pool-ordninger, som anført ovenfor, efter et stykke tid igen få forrang frem for selvfinansieringsforbuddet. Principielt vil der dog stadig kunne statueres selvfinansiering, såfremt der beviseligt ydes lån til finansieringen. På et vist senere tidspunkt vil man imidlertid lettere kunne afvise formodningen om, at der faktisk er sket selvfinansiering.

Herved ses dog også, at tiden alene er et indicium for, at der faktisk ikke foreligger selvfinansiering. Det må derfor fastholdes, at der principielt ikke er noget til hinder for, at et nyt datterselskab straks indtræder i en cash pool-ordning, så længe koncernen sikrer sig et sikkert bevis for, at den likviditet, som datterselskabet bringer ind i cash poolen, faktisk ikke er blevet anvendt til finansieringen af det nye datterselskab. Der er dog tale om en bevismæssig gråzone, hvorfor det materielle resultat glider sammen med bevismæssige problemer.

Det kan herefter overvejes, hvordan et moderselskab, der indgår i en eksisterende cash pool-ordning, kan fremmedfinansiere overtagelsen af et andet selskab, og lade det nye datterselskab indtræde i koncernens cash pool-ordning. Umiddelbart må det aktieerhvervende moderselskab optage et lån ved siden af cash pool-ordningen. Dette hjælper imidlertid kun øjensynligt, hvis de afdrag, som moderselskabet betaler til sin finansier, sker ved træk på den cash pool-ordning, som datterselskabet er indtrådt i. Derfor vil en selvstændig finansiering uden om cash poolen ikke i sig selv hindre selvfinansiering. Det må også

⁶¹ Erhvervs- og Selskabsstyrelsens notat om analyser og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber fra foråret 2002 & Niels Bang Sørensen, Aktionærlån i praksis, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2004; Nr. 4, side 453.

⁶² Nils Kjellegaard Jensen, Selskabsretlig Håndbog – (U)lovlige kapitaludtræk i A/S & ApS, side 154.

kræves, at ydelserne til betaling af den eksterne finansier holdes adskilt fra cash poolen.

Såfremt der eksisterer en cash pool-ordning, der omfatter hele koncernen, vil den sikre vej for et moderselskab, der ønsker at konsolidere sin ejerandel i et datterselskab være at fremmedfinansiere opkøbet. Herefter må afdragene ske ud af moderselskabets egne indtægter, som skal holdes adskilt fra cash pool-ordningen. Bestemmelsens objektive udformning medfører, at et moderselskab, der er velkonsolideret og har en stor likviditet i cash poolen, ikke vil kunne anvende disse likvider til selv et mindre opkøb af aktier i et datterselskab. Dette skyldes, at pengenes generiske karakter bibringer en formodning for, at datterselskabet selv har bidraget med likvider i cash poolen, og herved indirekte stillet en låneydelse til rådighed i forbindelse med aktieerhvervelsen.

Det er selvsagt uhensigtsmæssigt, at et datterselskab i yderste konsekvens må udtræde af en eksisterende cash pool-ordning, såfremt moderselskabet har foretaget et mindre konsoliderende opkøb af aktier i datterselskabet, og det kan vel ikke afvises, at et moderselskab kan være så økonomisk dominant i koncernen, at det i praksis ikke vil være meningsfuldt at sige, at datterselskabet har medvirket til finansieringen af opkøbet af aktier i datterselskabet selv. Uanset at reale hensyn tilsiger, at et meget velkonsolideret moderselskab ikke, *nødvendigtvis*, skal anvende en fremmedfinansiering og herefter sørge for, at den del af moderselskabets indtægt, der skal betale financierer holdes adskilt for cash poolen, går en sådan nuanceret opfattelse principielt ud over, hvad der er belæg for i bestemmelsens ordlyd⁶³. Udover at risikere de økonomiske byrder ved at udtræde af en cash pool-ordning, indebærer den nuværende usikre regulering endvidere, at de pågældende selskabers ledelse risikerer strafforfølgning allerede ved simpel uagtsomhed jf. Straffelovens § 19 sammenholdt med Aktieselskabslovens § 161, stk. 1.

I Danmark har vi endnu ikke fået lovgivning, der regulerer cash pool-ordninger. I Norge har man i Aksjeloven og Allmennaksjelov §§ 8-7, stk. 4⁶⁴, siden 2003 haft bestemmelser, som tillader deltagelse i cash pool-ordninger, så længe at midlerne i cash poolen alene bruges i koncernens virksomhed. Det er således ikke muligt at lave en udlodning fra cash poolen, da midlerne herved ikke bruges i *koncernens virksomhed*, men i den enkelte (udbytteudloddende) virksomhed⁶⁵. Det ville antageligvis heller ikke være muligt for moderselskabet at anvende cash poolen til at foretage opkøb af datterselskaber, da også dette ville betyde, at midlerne gik til en enkelt virksomhed. Der er så-

⁶³ Problematikken er diskuteret med Konsulent i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, Jan-Christian Nilsen, der dog tilslutter sig en nuanceret betragtning.

⁶⁴ Bestemmelsen i norsk ret lyder: (4) Forbudet i første og annet ledd er ikke til hinder for at et datterselskap deltar i en konsernkontoordning sammen med andre selskaper i konsernet (jf. § 1-4 annet ledd første punktum), dersom midlene på kontiene bare brukes i konsernets virksomhet. Kongen kan i forskrift gi regler om hva som skal anses som en konsernkontoordning.
– Kilde: <http://www.lovdato.no/all/tl-19970613-044-040.html>.

⁶⁵ Niels Bang Sørensen, Aktionærlån i praksis, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2004; nr. 4, side 444ff.

ledes tale om cash pool-ordninger, der forudsætter en vis adskillelse af de deltagende selskabers pengebeholdninger.

Deltagelse i cash pool-ordninger på tilsvarende vilkår ville kunne lette de bevismæssige selvfinansieringsproblemer i dansk ret. I det omfang der ikke kunne tilgå moderselskabet midler fra cash poolen til finansieringsomkostninger, ville et nyt datterselskab kunne indtræde i den samlede koncerns finansielle infrastruktur umiddelbart efter aktie-transaktionen med de fordele dette indebærer, som formindskelse af renteudgifter, billigere valuta transaktioner mv.

Som anført synes der på den ene side at være et praktisk behov for at kunne anvende cash pool-ordninger også til aktiekøb i datterselskaber. På den anden side medfører artikel 23, stk. 1s udformning i Kapitaldirektivet ingen mulighed for de minimis-betragtninger. Selvfinansiering er principielt selvfinansiering, uanset hvor undseelig ydelsen er, både relativt og absolut. Aktieselskabslovens § 115, stk. 2 indeholder da heller ingen momenter, der kan anføres til støtte for en subjektiveret vurdering. Da der er tale om et minimumsdirektiv, vil der ikke være mulighed for en lempeligere forståelse af dansk ret. Samme rigiditet anses bestemmelsen i øvrigt også at medføre i engelsk ret⁶⁶.

Konklusionen er derfor ikke ligetil. Det praktiske retsliv kan pege på en række omstændigheder, der synes at tale for en nuanceret tilgang. Juridisk er der næppe grundlag for en sådan nuanceret opfattelse, uden at EF-domstolen først har indrømmet en sådan mulighed.

En nuanceret opfattelse må på denne baggrund, i hvert fald for tiden, afvises som gældende ret. Derfor må der træffes et valg i forbindelse med en refinansiering af et nyerehvervet datterselskab, uanset koncernens likviditet og soliditet. Enten finansieres købet af aktierne fra en anden kilde end træk på cash pool-ordningen, eller datterselskabet må afstå fra at indtræde i cash poolen. Hvor længe et datterselskab må stå på standby i koncernens finansielle struktur, er et åbent spørgsmål. Det forekommer dog oplagt at en kort periode på uger eller få måneder vil aktualisere selvfinansieringsforbuddet.

Sammenfattende kan det siges, at aktionærlånsreglerne udgør en delmængde af selvfinansierende dispositioner, og i denne delmængde udgør koncernlånsreglerne de selskabsretlige dispositioner, der kan volde de største vanskeligheder i praksis. Problemerne består ikke i at identificere lån eller sikkerhedsstillelsen, men derimod i at Aktieselskabsloven har opstillet to modsatrettede bestemmelser. Lånedispositioner, der sigter til at finansiere aktieerhvervelser, vil fortsat være ulovlige. Et nyt moderselskab eller et moderselskab, der blot gennem opkøb har konsolideret sin stilling i datterselskabet, vil dog ikke for tid og evighed være forhindret i at optage lån hos sit datterselskab. På et tidspunkt vil Aktieselskabslovens restriktioner jf. § 115, stk. 2, slippe sit tag og igen lade § 115a få forrang⁶⁷. Problemets kerne er at afklare, hvor længe et, i øvrigt lovligt, koncernlån må anses som havende en sådan sammenhæng med aktietransaktionen, at lånet bliver ulov-

⁶⁶ Dr. Eilis Ferran, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, side 387ff.

⁶⁷ *Ibid*, side 157f.

ligt. Når et stykke tid har passeret efter en transaktion, vil det i praksis være ganske vanskeligt at foretage en tilstrækkelig sikker vurdering.

Det er derimod helt sikkert, at et lån, der ydes efter at moderselskabets finansier på sædvanlige vilkår er tilbagebetalt, vil være lovligt. Penges generiske karakter betyder imidlertid, at moderselskabet, kort efter overdragelsen, vil kunne allokere sine ressourcer på en sådan måde, at moderselskabets egne indtægter går til betaling af sin finansier. Et koncerndlån, der herefter optages til betaling af andre forpligtelser, synes umiddelbart at måtte være lovligt. Dispositionen dækker imidlertid blot over, at moderselskabet har valgt at allokere sine ressourcer på én måde, og dermed valgt at dække én kreditor frem for en anden. Var lånet ydet til betaling af moderselskabets finansier, var dispositionen oplagt ulovlig. For kapitalinteressen i datterselskabet synes der ikke at være nogen forskel. Werlauff sammenligner vanskelighederne i en sådan bevisvurdering med at løse cirkelns kvadratur⁶⁸.

2.2.4 Særligt om udenlandske selskaber

Slutteligt skal der ses på udenlandske selskabers stilling i forbindelse med efterfølgende lånedispositioner. Registreringsteorien, der hyldes som de danske selskabsretlige IPR-regler, tilsiger, at lovligheden af selvfinansierende dispositioner må afgøres ud fra det lands regler, hvori selskabet er registreret. Dette åbner selvsagt mulighed for en række omgåelseshandlinger, som ikke er blevet mindre af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen noget restriktive anerkendelse af moderselskaber i relation til aktionærlånsreglerne.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsens definition af moderselskab, jf. Aktieselskabslovens § 2, stk.1, medfører, at moderselskaber placeret uden for EU/EØS ikke anerkendes som egentlige ”moderselskaber”, hvortil der kan ydes lovlige koncerndlån⁶⁹. Denne opfattelse har den uhensigtsmæssighed, at ledelsen i et sådan ”moderselskab”, eksempelvis et amerikansk selskab, principielt ville kunne modtage lån fra det danske ”datterselskab”. Ledelsen i anerkendte moderselskaber vil derimod ikke kunne modtage lån fra datterselskabet, jf. aktionærlånsreglerne i Aktieselskabslovens § 115, stk. 1. I forhold til § 115, stk. 2 medfører denne uhensigtsmæssighed *ikke* en forøget adgang til at stille midler til rådighed i forbindelse med en sådan ledelses personlige aktiekøb i det danske ”datterselskab”. Dette skyldes, at forbuddet netop retter sig mod både nuværende og *potentielle* aktionærer.

Som anført medfører denne praksis tilsyneladende, at et dansk datterselskab principielt ville kunne yde lån til *ledelsen* i sit ikke-ankendte ”moderselskab”⁷⁰ til andre formål end køb af aktier i datterselskabet selv. ”Moderselskabsledelsen” vil herefter kunne tænkes at anvende lånet til at erhverve aktier i det pågældende ”moderselskab”, fx med henblik på en management buy out. Dette forudsætter selvsagt, at en långivning overordnet set vil være i det danske ”datterselskabs” selskabsinteresse.

⁶⁸ Erik Werlauff, Efterfinansierede aktiekøb- lovlig selvfinansiering gennem udbytter, U2001B.381.

⁶⁹ Erik Werlauff, Selskabsret, 5. udgave, side 291.

⁷⁰ Paul Krüger Andersen, Aktie- og Anpartsselskabsret, 8. udgave, side 507.

Antagelsen kan dog ikke holde til en nærmere analyse. Aktionær- og kreditorinteressen i et i Danmark registreret selskab ændrer sig nemlig ikke af, om Erhvervs- og Selskabsstyrelsen anerkender det konkrete majoritetselskab som et ”moderselskab”. Et i USA registreret ”moderselskab” har ikke mindre indflydelse på sine danske ”datterselskaber”, end et i EU registreret, og dermed anerkendt, moderselskab. Da formålet med forbuddet mod selvfinansiering er at beskytte den tilvejebragte kapital, vil der derfor foreligge en tilstrækkelig lighed i situationerne til at anerkende en omgåesslutning, og et sådan udlån må anses som ulovligt. Endvidere vil de almindeligt gældende krav til formuepleje og kapitalforvaltning i Aktieselskabslovens § 54, stk. 3, i øvrigt tilsige, at det danske datterselskab må være særdeles varsom med sådanne udlånsdispositioner⁷¹.

Tilsvarende betragtninger kan ikke, med samme styrke, gøres gældende om selvfinansierende lånedispositioner, der foretages af udenlandske datterselskaber overfor et dansk moderselskab. Aktieselskabsloven søger at beskytte danske selskaber, og det klare selskabsretlige udgangspunkt om, at selskaberne er og vedbliver at være selvstændige retssubjekter gør, at kreditorer og aktionærer i det danske moderselskab ikke udsættes for nogen direkte risiko herved.

Det kan dog næppe afvises, at en udenlandsk selvfinansiering kan have en så odiøs karakter og omfang, at det virker krænkende på den danske retsbevidsthed. Kapitalinteressen kan selvsagt udsættes for en risiko ved grove misbrug, men der vil den rette subsumtion imidlertid være Aktieselskabslovens ansvarsregler jf. § 140 og muligheden for hæftelsesgennembrud i det omfang, der foreligger en sammenblanding af selskabernes økonomi enten indadtil eller udadtil⁷². I forhold til ansvarsreglerne, indeholder selvfinansieringsbestemmelsen dog den yderligere betryggelse af kapitalen, at retsfølgen er en objektiv tilbagebetalingspligt, jf. Aktieselskabslovens § 115, stk. 4. Det er således ikke nødvendigt at påvise et tab, hvilket oplagt letter muligheden for at varetage kapitalinteressen.

En tendens til en international udvidende rækkevidde af Aktieselskabsloven synes at kunne finde støtte i en utrykt afgørelse fra Østre Landsret af 4. maj 2004⁷³. I sagen, der er anket til Højesteret, forelå der, ifølge dansk ret, utvivlsomt selvfinansiering i form af sikkerhedsstillelse fra et fransk datterselskab til fordel for et dansk bedstemoderselskab. Registreringsteorien ville tilsige, dels at vurderingen af om der forelå selvfinansiering, dels vurderingen af dens retsfølge måtte hvile på fransk ret. Men Østre Landsret afviste dette anbringende og afgjorde sagen efter dansk ret. Dommen er, med rette, indgående kritiseret af Nils Kjellegaard, idet dommen ikke alene udvider Aktieselskabslovens territoriale rækkevidde, men også anerkender en meget vid identifikation af selskaberne i en koncern.

⁷¹ Nils Kjellegaard Jensen, Selskabsretlig Håndbog – U/-lovlig kapitaludtræk I A/S og ApS, side 178.

⁷² Paul Krüger Andersen, Aktie- Og Anpartsselskabsret, 8 udgave, side 515.

⁷³ Nils Kjellegaard Jensen, Selskabsretlig Håndbog – U/-lovlig kapitaludtræk i A/S & ApS, side 176.

3. Selvfinansieringsforbuddets andet led

3.1 Introduktion

De første to ulovlige former for selvfinansiering, lån og sikkerhedsstillelse, som omfattes af Aktieselskabslovens § 115, stk. 2, er behandlet i afsnittet ovenfor. I dette afsnit behandles forbuddet mod at stille midler til rådighed. Hvor lån og sikkerhedsstillelse forpligter medkontrahenten til at opfylde sin forpligtelse ved tilbagebetaling, vil det ofte ikke være tilfældet, når der stilles midler til rådighed. Udtrykket har, i modsætning til lån og sikkerhedsstillelse, ikke en entydig juridisk definition, men ud fra ordlyden synes det *ikke* at kunne afvises, at også definitive kapitaloverdragelser, fx udbytte og udlodning, kan være omfattet af bestemmelsen.

Dette spørgsmål er et af de mest omdiskuterede i forbindelse med selvfinansieringsforbuddet. Med undtagelse af Jan Schans Christensen⁷⁴, har der været enighed i teorien om, at udlodninger ikke ville udgøre selvfinansiering, når dispositionen i øvrigt skete i overensstemmelse med Aktieselskabslovens regler herom. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har direkte udtrykt, at Styrelsen ikke finder, at der foreligger selvfinansiering ved fx udbytteudlodning⁷⁵. Senest har Østre Landsret haft mulighed for at tage stilling til spørgsmålet i TfS 2004.623 (Digidan). Dommens indhold tyder umiddelbart på, at de deltagende dommere i Østre Landsret ikke deler teoriens og Erhvervs- og Selskabsstyrelsens opfattelse af selvfinansieringsforbuddets rækkevidde. Dommen behandles nedenfor i afsnit 3.2.3.1.

I det følgende vil det blive undersøgt om formuleringen ”at stille midler til rådighed” medfører, at også definitive kapitaludtræk er omfattet af bestemmelsen. Dette vil indledningsvis ske ved en ordlydsfortolkning og gennemgang af forarbejderne, samt inddragelse af udenlandsk ret. Dernæst vil relevante former for kapitaludtræk blive gennemgået kasuistisk.

3.2 Rækkevidden af ”at stille midler til rådighed”

3.2.1 Ordlyd og forarbejder

Aktieselskabslovens § 115, stk. 2, 2. pkt., om at stille midler til rådighed kom ind i loven i forbindelse med lovændringen i 1982. Indtil da gik forbuddet alene på lån og sikkerhedsstillelse. Der er derfor dækning for at antage, at udvidelsen var tænkt at skulle have et selvstændigt indhold, der var bredere end lån og sikkerhedsstillelse.

Den oprindelige bestemmelse blev indført i 1973 men var allerede i betænkning 362 fra 1964 foreslået indført. I den fællesskandinaviske betænkning om aktieselskaber fra 1969⁷⁶ blev bestemmelsen igen foreslået ved citering af 1964 betænkningen. I 1969-forslaget var

⁷⁴ Jan Schans Christensen, *Contested Takeovers in Danish Law*, side 250.

⁷⁵ I afgørelsen af 02.02-2001 siges det: ”Det er derimod styrelsens opfattelse, at udbetaling af udbytte og kapitalnedsættelser ikke vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet, når selskabslovgivningens regler om udbytte og kapitalnedsættelse bliver iagttaget”.

⁷⁶ Betænkning 540/1969 om fællesnordisk aktieselskabslovgivning, side 159 henvises der direkte til betænkning 362 fra 1964 og dennes indhold angående motiverne for et selvfinansieringsforbud.

forslaget under indtryk af Boss-sagerne⁷⁷ udvidet til også at omfatte sikkerhedsstillelse. Forslaget var begrundet med, at selvfinansierende lånetransaktioner ofte har givet anledning til misbrug og medført tab for kreditorer og aktionærer. Der henvises til den tilsvarende britiske bestemmelse i den dagældende Companies Act, section 54. Herefter hedder det i betænkningen:

”Bestemmelsen supplerer såvel reglerne om ydelse af aktionærlån som reglerne om erhvervelse af egne aktier og tager navnlig sigte på de i praksis forekommende tilfælde, hvor en køber – evt. i et i dette øjemed stiftet holding-selskab erhverver samtlige aktier i et selskab på kredit og samtidig opnår et lån i det pågældende selskab til finansieringen af købet med den udtrykkelige eller stiltiende aftale, at lånet efter overdragelsen af selskabet skal indfries ved hjælp af det overtagne selskabs egne midler.”⁷⁸

Da bestemmelsen endelig blev indført i 1973, skete det igen med en henvisning til betænkningen fra 1964, og selve lovforslaget bidrager derfor ikke med yderligere fortolkningsbidrag⁷⁹. Selvfinansieringsforbuddet fik da følgende udformning:

”Et selskab må ikke yde lån til finansieringen af erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anparter i dets moderselskab. Ej heller må selskabet stille sikkerhed i forbindelse med sådan erhvervelse⁸⁰.”

I 1982 antog bestemmelsen den form, som den har i dag. 1982-ændringen skyldtes implementeringen af artikel 23, stk. 1 i det 2. Selskabsdirektiv⁸¹, Kapitaldirektivet, hvorved tilføjelsen om ” at stille midler til rådighed” blev tilføjet i bestemmelsen.

I bemærkningerne til lovforslaget, der vedrørte en ændring af aktionærlånsreglerne, lades ændringen næsten uberørt. Ganske lakonisk hedder det i bemærkningerne⁸²:

”I bestemmelsens stk. 2 opretholdes forbudet i AL § 115, stk. 4 [bestemmelsens daværende placering, red] dog således, at formuleringen er ændret for at tilvejebringe overensstemmelse med direktivets art. 23, stk. 1. I den forslåede form omfatter bestemmelsen forbud enhver finansierings af køb af aktier eller anparter.”

De foreliggende fortolkningsbidrag er således i høj grad uoverensstemmende og gensidigt udelukkende. Det anføres således, at:

- *forbuddet opretholdes*, hvilket efter dagældende lov ikke omfatter andre ydelser end lån og sikkerhedsstillelse,
- *forbuddet ændres* for at tilvejebringe *overensstemmelse* med direktivet, hvilket indebærer en fortolkning hvor kun lån, sikkerhedsstillelse og forskudsudbetalinger er omfattet, jf. nedenfor, og
- *forbuddet omfatter enhver* finansiering af køb af aktier.

⁷⁷ U1970.96, U1970.795, U1979.803, U1973.417 og betænkning 690/1973.

⁷⁸ Betænkning 362 fra 1964, side 131.

⁷⁹ Folketingstidende 1972/73, Tillæg A, spalte 4523-4524.

⁸⁰ § 115, stk. 4 i den dagældende aktieselskabslov.

⁸¹ Det 2. selskabsdirektiv af 13. december 1976, EØF direktiv 77/91, art. 23, stk. 1.

⁸² Folketingstidende 1981/1982, Tillæg A, Lovforslag 119, spalte 2883.

Med baggrund i det ovenfor anførte, må der gælde en formodning for, at udvidelsen var tænkt at skulle have et selvstændigt indhold udover lån og sikkerhedsstillelse. Særligt bemærkningen om, at forbuddet omfatter enhver finansiering, må antages at medføre, at forbuddet faktisk var tænkt at skulle kunne anvendes i *ethvert* tilfælde, hvor aktieerhvervelsen i et eller andet omfang baserede sig på selskabets kapital.

Dette ville unægtelig være en meget markant udvidelse af bestemmelsen, der objektivt forstået ville forhindre udbytteudlodning i selskaber, hvis aktier havde været genstand for omsætning. En sådan voldsom udvidelse, der både de facto og de jure ville vanskeliggøre aktietransaktioner, må dog forventes at blive begrundet noget klarere i forarbejderne end en enkelt sætning. Lovændringen var derfor antagelig ment at have et selvstændigt indhold, men dog næppe en rækkevidde som en ordret forståelse af forarbejderne synes at indikere.

3.2.2 Retspraksis

I overensstemmelse med ovenstående tog Vestre Landsret da også, i den tidligere omtalte sag om præjudiciel forelæggelse af selvfinansieringsforbuddets rækkevidde, U1999.1429VLK, direkte afstand fra en fortolkning af bestemmelsen ud fra forarbejdernes ordlyd, såkaldt subjektiv teleologisk fortolkning⁸³, idet retten anfører:

”Landsretten kan tiltræde, at der ville være tale om en meget vidtgående fortolkning af forbudet mod selvfinansiering, hvis dette skulle udstrækkes til at omfatte enhver efterfølgende disposition”.

I samme retning peger den anden del af forarbejderne, der lægger vægt på at tilvejebringe overensstemmelse med Kapitaldirektivets art. 23, stk.1, og opretholdelse af det hidtidige forbud. Dette tyder næppe på en udvidelse af bestemmelsens materielle rækkevidde.

Med baggrund i intentionen om fællesskabsretlig normharmonisering, er det relevant at se nærmere på direktivet og dets udformning i dansk og udenlandsk ret.

Den danske oversættelse af Kapitaldirektivets artikel 23, stk. 1 lyder:

”Et selskab må hverken stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed med henblik på tredjemands erhvervelse af dets aktier”

Bestemmelsen er en del af direktivets overordnede regelsæt, der blandt andet skal regulere et selskabs muligheder for at erhverve egne aktier. Bestemmelsen har i denne sammenhæng til formål at forhindre, at selskabet i stedet for at erhverve egne aktier alligevel ”binder” sin kapital ved at finansiere en andens erhvervelse af aktierne⁸⁴.

Når den danske direktivtekst i dette lys sammenholdes med de øvrige landes oversættelser, står det klart, at den danske formulering

⁸³ Subjektiv teleologisk fortolkning er fortolkning i henhold til forarbejderne, jf. Retskilderne og den juridiske metode, 2.udgave, side 59 af Jens Evald .

⁸⁴ Michael Serup, U1996.B72, Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet .

ikke har samme meningsindhold som i de øvrige EU-lande. Hvor den danske oversættelse af artikel 23, stk. 1, 1. led lyder: ”*Et selskab må hverken stille midler til rådighed...*”, lyder den britiske oversættelse: ”*A company may not advance funds...*”, og den tyske: ”*Eine Gesellschaft darf im Hinblick auf den Erwerb ihrer Aktien durch einen Dritten weder Vorschüsse geben...*”, den svenske: ”*Ett bolag får inte ge förskott*”, den franske: ”*ne peut avancer des fonds*”, og den italienske: ”*Una società non può anticipare fondi*”⁸⁵.

Det er påfaldende, at bestemmelsen i de øvrige landes oversættelser omhandler en forskudsydelse: *anticipare fondi*, *avancer des fonds*, *ge förskott*, *Vorschüsse geben*, og *advance funds*. Når den danske oversættelse sammenholdes hermed, står det klart, at ordene *stille midler til rådighed* tilsyneladende går noget videre end direktivteksten i de andre landes affattelser giver grundlag for. Forskellen vil i praksis medføre, at der er tale om to forskellige reguleringer.

Det vil typisk ligge i forståelse af en forskudsydelse, at der er tale om en overdragelse, der principielt, ligesom lån og sikkerhedsstillelse, statuerer et tilbagebetalingskrav, hvis det, der ydes forskud til, ikke bliver til noget. Endvidere vil en forskudsydelse ofte være udtryk for en omgåelsehandling, når lån og sikkerhedsstillelse er forbudt. En forskudsydelse vil netop binde selskabets kapital i forbindelse med en aktietransaktion, hvorfor en forskudsydelse sammen med lån og sikkerhedsstillelse rammer i kernen af direktivbestemmelsens anvendelsesområde. Forskudsydelsen må i et eller andet omfang tilgå den potentielle køber *før* aktietransaktionen. I lande hvor denne oversættelse af direktivet er fulgt, bringer denne sondring systematisk bestemmelsens rækkevidde uden for udbytter, herunder også a' conto udbytter, som de fx kendes fra England⁸⁶.

Vestre Landsret har i den tidligere nævnte kendelse U1999.1429VK om præjudiciel forelæggelse haft mulighed for at tage stilling til de øvrige landes oversættelser. I kendelsen anføres det:

”Aktieselskabslovens § 115, stk. 2, er stort set en ordret gengivelse af artikel 23, stk. 1, i 2. selskabsdirektiv (direktiv 77/91/EØF). Det fremgår endvidere af bemærkningerne til forslag om ændringer i Aktieselskabsloven (folketingstidende 1981/82 (2.samling), Tillæg A, spalte 2884), at formuleringen af § 115, stk. 2, blev ændret for at tilvejebringe overensstemmelse med den nævnte direktivbestemmelse. Selv om der er tale om et minimumsdirektiv, lægger landsretten derfor til grund, at bestemmelserne om forbud mod selvfinansiering i selskabslovene skal læses og fortolkes i overensstemmelse med EU-retten”.

Det er særligt den sidste sætning i andet afsnit, der er interessant. Landsretten synes tilsyneladende at mene, at den danske oversættelse

⁸⁵ De forskellige landes direktivtekster kan findes på:
http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=DA&numdoc=31977L0091&model=guicheti.

⁸⁶ Companies Act 1985, section 272 om Interim dividends. Endvidere er den britiske bestemmelse om a' conto udbytter meget tilsvarende aktieselskabslovens § 109a, i sine formelle krav. Et tildelt og betalt a' conto udbytte sikrer aktionæren en endelig ret, medmindre ond tro kan påvises. For helt at undgå tvivl fremgår det direkte af Companies Act 1985, section 153, subsection 3 at udbytter ikke udgør selvfinansiering i England, se afsnit 3.2.3.1, side 44.

skal omfortolkes til at angå en forskudsydelse frem for at stille midler til rådighed. En sådan opfattelse ville bringe enhver tvivl om udbytteudlodnings retmæssighed til ophør. Udbytte og anden udlodning er ikke forskudsydelser, men definitive kapitaludtræk, hvis retsmæssighed er reguleret af selvstændige bestemmelser i Aktieselskabsloven. Dette ville endvidere bringe den danske regulering i overensstemmelse med de øvrige EU-lande. Det følger eksempelvis direkte af den engelske Companies Act, section 153, subsection 3, at udbytte, kapitalnedsættelse, likvidation, indløsnings- og tilbagekøbsprogrammer ikke kan være selvfinansiering⁸⁷, når det sker i overensstemmelse med de konkrete regler herom.

Michael Serup⁸⁸, Erik Werlauff⁸⁹ og Nils Kjellegaard Jensen⁹⁰ synes at være af den opfattelse, at Aktieselskabslovens § 115, stk. 2 skal fortolkes således, at ”stille midler til rådighed” ikke har noget selvstændigt meningsindhold udover ”at yde forskud”. En sådan opfattelse af gældende ret må imidlertid klart afvises.

Det er ganske vist korrekt, som også Vestre Landsret anfører i sine præmisser, at der er tale om et minimumsdirektiv, og at der eksisterer en disharmoni mellem den danske og de øvrige landes oversættelser. Men netop fordi der er tale om et minimumsdirektiv, kan den danske regulering gå videre end de øvrige lande. Werlauff og Serups opfattelse af gældende ret er derfor kun korrekt, så langt at den danske oversættelse ”stille midler til rådighed” med sikkerhed *også* indbefatter dispositioner, der har karakter af forskudsydelser, hvilket følger af EU-konformfortolkningsreglerne. Men den danske bestemmelse er ikke begrænset hertil.

Forfatterne henviser blandt andet til, at det i forbindelse med regnskabsdirektivet⁹¹ i den danske oversættelse anvendes udtrykket ”*forskud og kreditter*” i direktivets artikel 43, stk. 1, nr. 13, som modstykke til selv samme verber som gennemgået ovenfor, hvorfor de udenlandske oversættelser forekommer konsistente⁹², medens den

⁸⁷ Bestemmelsen fastslår at distribution of a company's assets by way of dividend, []. by way of the company's winding up..[] reduction of capital & redemption or purchase of shares forbliver lovlige. Se nærmere Dr. Eilis Ferran, Company Law and Corporate Finance, Oxford side 396ff.

⁸⁸ Michael Serup, U1996.B72, Grænserne for (U)lovlige anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet, side 81.

⁸⁹ Erik Werlauff, Selskabsret, 5. udgave, side 291.

⁹⁰ Nils Kjellegaard Jensen, Selskabsretlig Håndbog – U/lovlige Kapitaludtræk i A/S og ApS, side 161.

⁹¹ Det fjerde selskabsdirektiv, 78/660 EØF, af 25. juli 1978.

⁹² Erik Werlauff i Juristen 1992.282ff & Michael Serup U1996.B72 der i note 26 til illustration anfører, at det forekommer, at en dansk direktivaffattelse omfortolkes ved retsanvendelsen under henvisning til en upræcis eller fejlagtig oversættelse, kan henvises til fusionssakttedirektivet (rådets direktiv af 23. juli 1990 om en fællesbeskatningsordning ved fusion, spaltning, tilførsel af aktiver og ombytning af aktier vedrørende selskaber i forskellige medlemsstater). Den danske direktivtekst indeholder ikke ordet ”skatteundgåelse” men derimod ordet ”skatteunddragelse” som en betingelse for, at en stat kan nægte at bringe direktivet i anvendelse i en konkret sammenhæng. Da begrebet ”skatteunddragelse” efter almindelig juridisk fortolkning sigter til en strafbar handling, er rækkevidden af direktivets ordlyd begrænset til de strafbare forhold. Såvel den franske, som den engelske originaltekst indeholder udtrykkende ”la fraude ou l'évasion fiscales”

danske oversættelse er inkonsistent. At oversættelsen i et andet direktiv er i overensstemmelse med forfatterens opfattelse, er imidlertid ikke tilstrækkeligt til at se bort fra den danske oversættelse, som den nu engang er i Kapitaldirektivet.

Endvidere kan det konstateres, at Højesteret i U1997.444H, altså allerede 2 år før Vestre Landsrets kendelse, U1999.1429VK havde haft mulighed for at tage stilling til spørgsmålet. På baggrund af dommen synes Højesteret ikke at have forstået bestemmelsen på samme måde som Werlauff, Serup og Kjellegaard Jensen argumenterer for. Forfatterne har ret i, at bestemmelsen må fortolkes indskrænkende, men begrundelse herfor er ikke, at bestemmelsen skal fortolkes i overensstemmelse med fællesskabsretten. Begrundelsen skal findes i bestemmelsens formål og beskyttelsesinteresse. Dette gennemgås kausistisk nedenfor i afsnit 3.2.3.1.

I sagen U1997.444H overdrog en eneaktionær aktierne i et selskab for 15 mio. DKK. Det blev i samme forbindelse aftalt, at den tidligere ejer skulle oppebære et konsulentvederlag, der udgjorde 4% af omsætningen, dog max. 1. mio. DKK om året, således at den tidligere ejer modtog 83.000 DKK a' conto om måneden. Aftalen var for selskabet uopsigelig i 5 år. Aftalen kan isoleret set ikke angribes som selvfinansiering, men landsretten lagde til grund, at det var forudsat mellem parterne, at den tidligere ejer ikke skulle yde nogen konsulentbistand til gengæld for vederlaget, men at formålet derimod var at sikre den tidligere ejer et yderligere vederlag for overdragelsen af aktierne. Aftalen lignede dermed en earn out, hvor betalingsforpligtelsen ikke lå hos køber men blev lagt hos selskabet.

Da selskabet efterfølgende gik konkurs, blev der anlagt omstødsessag mod den tidligere eneaktionær. Landsretten fandt ikke, at dispositionen var omstødeligt ud fra konkursretlige regler, men fandt derimod, at der forelå selvfinansiering med objektive tilbagebetalingspligt, jf. Aktieselskabslovens § 115, stk. 4. Årsagen til, at der var tale om selvfinansiering, var, at der forelå en direkte sammenhæng mellem konsulentaftalen og aktietransaktionen. Herved havde selskabet gennem vederlagsbetalingen i henhold til konsulentaftalen stillet midler til rådighed for aktieerhververen, idet aktieerhververen blev friholdt en udgift svarende til den kapitaliserede værdi af 4 % af omsætningen i 5 år.

Højesteret tilsluttede sig landsrettens præmisser for domsresultatet.

Dommen kan ikke tages til indtægt for, at en aktiesælger ikke kan fortsætte med en lønnet tilknytning til selskabet, hvad enten der er tale om en intern eller ekstern tilknytning. Dommen viser imidlertid det forhold, at når aktiesælger ikke yder nogen reel modydelse for vederlaget, vil det være nærliggende at anse aftalen som selvfinansiering.

hhv. "tax evasion or tax avoidance". Den danske direktivtekst har derfor en oversættelsesfejl, som man i denne sammenhæng vil se bort fra ved retsanvendelsen, jf. ministerbesvarelse ad. Spm 30, i forbindelse med behandlingen af lovforslag L 20 i folketingsåret 1990/1991. Heroverfor må det imidlertid blot konstateres, at når den udøvende magt har afholdt sig fra at foretage en sådan korrektion, taler det for, at både den udøvende- og den lovgivende magt har ment, at bestemmelsen skal have det indhold som den faktisk har.

I forbindelse med virksomhedsoverdragelser er det ikke ualmindeligt, at den eksisterende ledelse tilbydes gunstige stay-on bonusser af aktieerhververen for at sikre ledelsens loyalitet, og at selskabets forretningsmæssige dynamik ikke ødelægges af transaktionen. Når ledelsen selv er aktionær, hvilket ofte vil være tilfældet i diverse incitamentsprogrammer, er det derfor afgørende, at der er en sammenhæng mellem stay-on bonussen, og den ydelse som ledelsen efterfølgende leverer⁹³.

Det er imidlertid ikke denne del af dommens resultat, der er interessant. Det interessante ved dommen er, at dommens præmisser nødvendigvis medfører, at en fortolkning af at ”stille midler til rådighed” som alene omfattende en forskudsydelse, ikke kan siges at være fuldstændig dækkende for gældende ret.

Det afgørende i forståelsen af en *forskudsydelse* er, at der er tale om en ydelse, der står i forhold til en modydelse, og at denne ydelse eller en del heraf overdrages til kreditor før frigørelsestiden er indtrådt. Dette var ikke tilfældet i denne sag. Selskabet ydede konsulentvederlaget løbende i overensstemmelse med aftalen og dermed ikke før frigørelsestiden indtrådte. Der forelå selvfinansiering i denne sag, fordi der blev stillet midler til rådighed i forbindelse med aktietransaktionen. Men disse midler kan ikke anses som forskudsudelser. Der var i sagen utvivlsomt tale om misbrug af selskabsmidlerne – men der var lige så utvivlsomt ikke tale om forskudsudelser.

Højesterets dom viser således, at sætningen ”stille midler til rådighed” har et selvstændigt indhold, der rækker ud over fællesskabsrettens ”yde forskud”. Derfor må Werlauff, Serup og Kjellegaard Jensens forståelse af Aktieselskabslovens § 115, stk. 2, 2. pkt. afvises som en unøjagtig gengivelse af gældende ret.

Højesteret har igen i U2000.2003H udtalt sig om den tilsvarende bestemmelse i Anpartsselskabslovens § 49, stk. 2 (dengang § 84, stk. 2). I sagen havde sælgerne overført selskabets midler til køber, som herefter skulle indbetale salgssummen til sælgerens advokat. Der forelå utvivlsomt selvfinansiering i en af de klareste former, der kan tænkes. De sagsøgte begærede dog sagen præjudiciel forelagt for EF-domstolen til nærmere afgrænsning af indholdet af den danske regulering af selvfinansieringsforbuddet. Højesteret bemærkede hertil:

”Reglen i den dagældende Anpartsselskabslovs § 84, stk. 2, nu § 49, stk. 2, blev ændret ved lov nr. 283 af 9. juni 1982, som dels gennemførte 2. selskabsdirektiv af 13. december 1976 og 3. selskabsdirektiv af 9. oktober 1978, dels ændrede reglerne om de såkaldte aktionærlån »på baggrund af den såvel i offentligheden som i Folketinget rejste kritik« af de hidtidige regler, jf. Folketingstidende 1981-82 (2. saml.), tillæg A, sp. 2849 f. 2. selskabsdirektiv er et minimumsdirektiv. Uanset at reglen i § 84, stk. 2, blev ændret for at tilvejebringe overensstemmelse med artikel 23, stk. 1, er det udtrykkeligt forudsat, at bestemmelsens forbud omfatter »enhver finansiering af køb af aktier eller anparter«, jf. Folketingstidende 1981-82 (2. saml.), tillæg A, sp. 2884. Allerede på denne baggrund kan sælgerens generelle begæring om forelæggelse for EF-Domstolen ikke imødekommes.”

⁹³ Nils Kjellegaard Jensen, Selskabsretlig Håndbog, (u)lovlige kapitaludtræk i A/S og ApS, side 163.

Det forekommer, at Højesteret vælger at tillægge den del af forarbejderne, der taler for en objektiv og dermed, i forhold til teorien, udvidende fortolkning større vægt end fællesskabsretlig harmoni. Umiddelbart virker dette også som en stramning i forhold til Vestre Landsrets kendelse i U1999.1429, der medgav, at ” ... *der ville være tale om en meget vidtgående fortolkning af forbudet mod selvfinansiering, hvis dette skulle udstrækkes til at omfatte enhver efterfølgende disposition*”.

Werlauff⁹⁴ har hertil anført, at Højesteret har tillagt Anpartsselskabslovens selvfinansieringsforbud en bredere forståelse end den identiske bestemmelse i Aktieselskabslovens, og at dette ikke kan kritiseres fællesskabsretligt, da alene Aktieselskabsloven er omfattet af Kapitaldirektivet og dermed pligten til EU-konformfortolkning⁹⁵. Dette kan ikke tilsluttes. Det er ikke tilfredsstillende for en forståelse af rækkevidden af selvfinansieringsforbuddet at affeje dommen som en anpartsselskabsretlig kuriositet.

Bestemmelserne i henholdsvis Aktie- og Anpartsselskabslovene er enslydende: Aktieselskabslovens § 115, stk. 2 lyder: *Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anparter i dets moderselskab. Et selskab må heller ikke stille midler til rådighed eller sikkerhed i forbindelse med sådan erhvervelse.*

Medens Anpartsselskabslovens § 49, stk. 2 lyder: *Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af anparter i selskabet eller anparter eller aktier i dets moderselskab. Et selskab må heller ikke stille midler til rådighed eller sikkerhed i forbindelse med sådan erhvervelse.*

Det kan konstateres, at bestemmelserne er identiske bortset fra den redaktionelle modifikation, der skyldes, at de er placeret i henholdsvis Aktie- og Anpartsselskabsloven.

Som det fremgår af Højesterets præmisser, der henviser til forarbejderne til Aktieselskabsloven, er også bestemmelsen i Anpartsselskabsloven indført for at bringe overensstemmelse med fællesskabsretten, uanset at fællesskabsretten alene forpligter Danmark til at indføre selvfinansieringsforbuddet på aktieselskabsområdet.

Det er et *politisk* valg, om nationalstaterne ønsker en anderledes regulering af selskabsformer, der ikke er omfattet af Kapitaldirektivet. I England har man udnyttet dette til i vidt omfang at tillade selvfinansiering for så vidt angår private companies, jf. Company Act, section 155-158⁹⁶. Hvor Lovgiver imidlertid har valgt ikke at regulere anpartsselskaber anderledes end aktieselskaber, men derimod, med henvisning til fællesskabsretten, har indført enslydende regler, er der intet der taler for, at Højesterets opfattelse af gældende ret for anpartsselskaber skulle være anderledes end gældende ret for aktieselskaber. Det er heller ikke sådan, at anpartsselskabsformen indbyder til en strammere regulering af selvfinansiering end aktieselskaber. Det kan derfor

⁹⁴ Erik Werluaff, Selskabsret 5. udgave, Side 291.

⁹⁵ Ruth Nielsen, EU Ret, 3. reviderede udgave, kapitel 4 om EU-konformfortolkning.

⁹⁶ Dr. Eilis Ferran, Company Law and Corporate Finance, Oxford, side 400.

ikke umiddelbart lægges til grund, at dommen U2000.2003H er udtryk for en særlig skærpet linje overfor anpartsselskaber.

Det er derfor ikke tilfredsstillende at forklare dommen med, at den alene vedrører anpartsselskaber. Antoges dette alligevel, ville en sådan sondring i øvrigt invitere til en uhensigtsmæssig omgængelsespraksis gennem omdannelse af anpartsselskaber til aktieselskaber, jf. Anpartsselskabslovens §§ 66 & 67, som led i forberedelserne til en transaktion. Herved ville selskabet bringes ud af en skærpet regulering i anpartsselskabsretten og ind i en friere regulering i aktieselskabsretten. En sådan forskellig regulering har intet for sig hverken på baggrund af forarbejder, fællesskabsret eller reelle forhold i selskabsformerne.

Det må derfor fastholdes, at reguleringen af aktie- og anpartsselskaber er identisk inden for selvfinansiering.

Werlauff har dog ret i, at dommen øjensynligt ikke er i harmoni med en indskrænkende fortolkning. Der kan imidlertid anføres en række momenter til støtte for, at dommens *ratio decidendi* ikke er så udvidende, som den giver sig ud for.

Det skal først og fremmest bemærkes, at afgørelsen hviler på en ”allerede på denne baggrund”-argumentation. Højesteret siger således *ikke*, at enhver finansiering faktisk er omfattet af bestemmelsen. Dommen kan ikke tages til indtægt for mere, end at Højesteret vurderede, at de dispositioner, der blev foretaget utvivlsomt faldt inden for selvfinansieringsforbuddet, jf. *acte clair*-doktrinen⁹⁷. På baggrund af sagens omstændigheder, var der da heller ingen berettiget tvivl om, at der forelå selvfinansiering, uanset hvordan man i øvrigt ville fortolke den danske direktivtekst. Derfor er der intet at udsætte på Højesterets nægtelse af at forelægge sagen. Dette afsvækker selvsagt den nærmere forståelse af dommens rækkevidde. Dommen kan derfor heller ikke tages til indtægt for en udvidende fortolkning i forhold til Vestre Landsrets kendelse U1999.1429.

Ved at lægge vægt på den del af forarbejderne, der signalerer en fortolkning, der principielt kan omfatte enhver finansiering, har Højesteret i øvrigt reserveret sig ret til i fremtiden at anlægge en fortolkning, der går ud over, hvad der kan udledes af fællesskabsretten. Havde Højesteret i stedet valgt at lægge vægt på den del af forarbejderne, der betonedede fællesskabsretlig harmoni, ville Højesteret i langt højere grad have bundet sig op på det fællesskabsretlige minimumsindhold. Med dommen har Højesteret forbeholdt sig et større rum at manøvrere i for fremtiden, end hvis Højesteret havde lagt vægt på fællesskabsretten.

Endelig har Østre Landsret i TfS 2004.623Ø (Digidan) og TfS 2004.484 afgivet to modsatrettede domme angående lovlighed af efterfølgende udbyttefinansiering. I TfS 2004.623Ø fandt Østre Landsret, at der forelå selvfinansiering, da der bestod en ”fuldstændig samtidighed” mellem transaktionen og udbytteudlodningen. Som påpeget af Erik Werlauff⁹⁸, har dommen en tvivlsom rigtighed. I TfS 2004.484 fandt Østre Landsret, i overensstemmelse med teorien, at en transakti-

⁹⁷ Acte clair-doktrinen bygger på EF-domstolens afgørelse i CILFIT-sagen, 238/81.

⁹⁸ TfS 2004.694.

on, der lignede Digidan ikke medførte selvfinansiering. Hvor TfS 2004.623 har et tvivlsomt resultat, har TfS 2004.484 en tvivlsom begrundelse. Begge afgørelser er indgående behandlet i afsnit 3.2.3.1.

Sammenfattende kan det siges, at forarbejderne ikke giver nogen entydig støtte hverken til en fastholdelse af status quo fra 1973-loven, hvor kun lån og sikkerhedsstillelse var omfattet, eller til en væsentlig udvidelse. Da forarbejderne i bund og grund ikke giver et meningsfuldt svar på bestemmelsens nærmere indhold, er det vanskeligt at anvende dem til støtte for den ene eller anden opfattelse. I stedet må vægten lægges på en fortolkning ud fra lovens formål⁹⁹. Vestre Landsrets kendelse, U1999.1429, tyder dog på, at forbuddet i hvert fald ikke kan tænkes at omfatte enhver finansiering, hvorfor denne forståelse af forarbejderne må afvises som gældende ret. Højesterets dom U2000.2003H ændrer ikke herved.

Endvidere kan det slås fast, at retspraksis ikke yder det afgørende bidrag til den fulde forståelse af ”stille midler til rådighed”. En opfattelse af gældende ret, hvorefter ”stille midler til rådighed” skal omfortolkes til ”at yde forskud”, er imidlertid ikke en forståelse, der egner sig til nu for tiden at anvendes af retsudøvende myndigheder, og teorien må retsdogmatisk afvises. Dette begrundes med U1997.444 H (Konsulentdommen), der udstrækker rækkevidden af at ”stille midler til rådighed” til mere end at ”yde forskud”. Højesterets domme virker normerende på lands- og byretternes retsopfattelse, og Højesterets opfattelse må derfor lægges til grund som gældende ret. Det er imidlertid helt sikkert, at forskudsydelser *også* vil være omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Det følger af Danmarks fællesskabsretlige forpligtelser. Men derudover kan det også lægges til grund, at andre dispositioner, der ikke er forskudsydelser, vil kunne være omfattet af bestemmelsen. Det har imidlertid på baggrund af retspraksis *ikke* været muligt at fastlægge, om nogle dispositioner, som fx udbytte, aldrig ville kunne være selvfinansiering i strid med Aktieselskabslovens § 115, stk. 2.

Forarbejderne peger både på en indskrænkende og en udvidende fortolkning af ”stille midler til rådighed”. Tilsvarende har domspraksis både indskrænkende og udvidende afgørelser, uden det er muligt at pege på den afgørende selvfinansierende forskel. Det kan dog med rimelighed anføres, at når ”stille midler til rådighed” indførtes i 1982 og dette sammenholdes med 1973-loven¹⁰⁰, synes der at være meget der taler for, at bestemmelsen er tænkt som udvidende i forhold til tidligere.

3.2.3 Beskyttelsesinteressen

3.2.3.1 Introduktion

Det har således ikke været muligt at fastlægge en tilstrækkelig klar, operationel afgrænsning af bestemmelsen ud fra hverken forarbejder

⁹⁹ Jens Evald, Retskilderne og den juridiske metode, 2. udgave, side 59.

¹⁰⁰ Bestemmelsen i 1973-loven lød: ”Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anparter i dets moderselskab. Ej heller må selskabet stille sikkerhed i forbindelse med en sådan erhvervelse.”

eller retspraksis, idet begge fortolkningsfaktorer er tvetydige, både stillet overfor hinanden og indbyrdes.

Dermed må tyngdepunktet i fortolkningen af bestemmelsen rette sig mod den beskyttelsesinteresse, som bestemmelsen tjener, nemlig kreditorers og aktionærers interesse i et forsvarligt kapitalberedskab.

Kapitalinteressen tager i aktieselskabsformen udgangspunkt i, at selskabet alene hæfter med den kapital, der findes i selskabet. Kravet om minimumskapital skal derfor i et vist omfang sikre selskabskreditorernes tilgodehavende. Af samme årsag gør Aktieselskabsloven meget for at beskytte den tilvejebragte selskabskapital. Kapitalværnsreglerne er således overordnet set et udtryk for en afvejning af interesserne mellem selskabsdeltagerne og kreditorerne.

Selskabskapitalen kan principielt forsvinde på to måder. Først og fremmest kan det ske ved, at selskabets løbende drift giver underskud. Den anden mulighed er, at aktionærerne tager penge ud af selskabet. Aktieselskabsloven kan ikke forhindre et løbende driftsunderskud, men den regulerer, hvornår og under hvilke omstændigheder aktionærerne kan hente penge ud af selskabet.

Det har særligt været diskuteret om lovlige kapitaldispositioner, som udbytteudlodning, kapitalnedsættelse, likvidation og fusion, for hvilke der findes en særlig procedure i Aktieselskabsloven, som skal sikre kreditor- og aktionærinteresse, medfører, at disse ikke vil kunne statuere selvfinansiering, når de i øvrigt bliver foretaget i overensstemmelse med reglerne i Aktieselskabsloven.¹⁰¹

Det har dog heroverfor også været anført¹⁰², at ”stille midler til rådighed” var udtryk for en generalklausul, der konkret kunne ramme *enhver* efterfølgende disposition, der virker finansierende. En sådan retlig standard ville være afhængig af tidsåndens opfattelse af, hvordan aktietransaktioner bør konstrueres, og hvilke konstruktioner, der må anses som odiøse og dermed angribelige. Dette ville endvidere medføre, at udbytteudlodninger og kapitalnedsættelser, som behandles særskilt nedenfor, konkret kunne tænkes at være omfattet af bestemmelsen. Jan Schans Christensen har, så vidt det ses som den eneste, ytret støtte til en sådan opfattelse, idet han anfører:

“The provisions dealing with dividend payments and other payments include requirements that serve to protect the capital of the company. Typically, these specific provisions create adequate protection of a company’s capital. However, there is probably no basis for concluding the other way round and presume that it has been the intention of the legislature to allow e.g. large dividend payments to take place...” “In other words, if dividend payments or payments in connection with a reduction of the share capital of a company are used as means to avoid the restriction in § 115, Subsection 2, such transactions probably cannot escape the ban by being labelled “dividends”, for example”¹⁰³.

¹⁰¹ Erik Werlauff har argumenteret for en sådan retsstilling i U2001.381 – Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv.

¹⁰² Michael Serup, U1996.B72, Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet.

¹⁰³ Jan Schans Christensen, *Contested Takeovers in Danish Law*, side 250.

Jan Schans Christensens udsagn om ”*large dividends*” leder formentlig frem til et rigtigt resultat, idet citatet synes at sigte til tilfælde af retsbrud og omgåelseshandlinger. Men den anvendte begrundelse er juridisk set problematisk. Det afgørende er ikke, om finansieringen er stor eller lille. Det afgørende er, om der i det hele taget foreligger finansiering. Jan Schans Christensens udsagn lægger op til, at Aktieselskabslovens § 115, stk. 2, og dermed også Kapitaldirektivet, rummer plads for en subjektiv vurdering, der går på, om den selvfinansierende disposition har haft en materiel indflydelse på selskabets kapitalberedskab. Som tidligere anført, indeholder hverken Aktieselskabslovens § 115, stk.2, eller Kapitaldirektivet art. 23, stk. 1 mulighed for de minimis-betragtninger¹⁰⁴. Det forekommer, at dommen TfS 2004.484Ø tilsvarende har indlagt en subjektiv vurdering i sin frikendelse for selvfinansiering. Også over for denne dom må det dog fastholdes, at der ikke er plads til de minimis-betragtninger. Dette skyldes, at der er tale om et minimumsdirektiv. Danmark kan således godt forbyde mere end direktivteksten, men ikke mindre. En de minimis-betragtning vil gå under fællesskabsrettens minimumskrav¹⁰⁵, og dermed være i konflikt med Danmarks fællesskabsretlige forpligtelser.

I det hele taget er det problematisk at lægge en retlig standard ned over en fuldstændig objektivt formuleret bestemmelse. Der findes da heller intet i forarbejder, der tilsiger, at bestemmelsen skal anvendes som retlig standard. Tilsvarende kan det anføres, at bestemmelsen heller ikke i udlandet har karakter af en generalklausul. De generalklausuler, der kendes fra dansk ret er alle kendetegnet ved, at de i deres udformning klart lægger op til en subjektiv rimelighedsvurdering, fx Aftalelovens §§ 36 & 33 og Aktieselskabslovens § 63 & Konkurslovens § 74, der forudsætter forskellige former for utilbørlighed. Det må på denne baggrund afvises, at Aktieselskabslovens § 115, stk. 2s formulering er udtryk for en generalklausul eller på anden måde er udtryk for en vag bestemmelse, der kan bringes i anvendelse, når domstolene *konkret* finder en hvilken som helst disposition anstødelig.

Når det lægges til grund, at der ikke er tale om en retlig standard, har fortolkningen allerede på dette punkt taget en drejning mod den indskrænkende fortolkning, der lægger vægt på de *bærende* hensyn bag kapitalværensreglerne, og væk fra forarbejdernes antydning af, at bestemmelsen omfatter ”enhver finansiering”¹⁰⁶. Da denne del af forarbejderne, der omhandler tilføjelsen af ”stille midler til rådighed” ikke kan tillægges betydning i fuldt omfang, falder man tilbage på beskyttelsen af kapitalinteressen som afgørende fortolkningsfaktor.

En formålsfortolkning vil derfor tilsige, at ”stille midler til rådighed”, er anvendelig, når en disposition medfører et reelt behov for beskyttelse af selskabets kapital, men vil være uanvendelig, når kapitalinteressen allerede er beskyttet gennem Aktieselskabslovens andre kapitalværensregler.

¹⁰⁴ Dr. Eilis Ferran, *Company Law & Corporate Finance*, Oxford, side 387.

¹⁰⁵ Se tilsvarende opfattelse hos Dr. Eilis Ferran, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, side 387.

¹⁰⁶ Folketingstidende 1981-82(2. samling), tillæg A, spalte 2484.

Denne formålsfortolkning bestyrkes af, at bestemmelsen er placeret i Aktieselskabslovens kapitel 13, der netop indeholder relativt fintmaskede kapitalværnsregler, der forpligter ledelsen til at sikre kapitalberedskabet. Disse regler sekunderes af ansvarsreglerne i Aktieselskabslovens §§ 140-142 i forhold til tab overfor kreditorer og aktionærer. Fokuseringen på en formålsfortolkning har meget for sig, når der hertil lægges, at det i Kapitaldirektivet og i 1973-lovens oprindelige forarbejder blev henvist til reglerne om erhvervelse af egne aktier, der tjener samme kapitalbeskyttende formål.

En formålsfortolkning vil også medføre, at ”stille midler til rådighed” må vige, når kapitalinteressen allerede er beskyttet i tilstrækkeligt omfang. I det interne forhold mellem de øvrige kapitalværnsregler, synes der ikke at være tvivl om, at de yder en tilstrækkelig sikring. Det er således ikke ulovligt at foretage en kapitalnedsættelse, selvom det ikke er muligt at foretage en udbytteudlodning pga. tidligere års underskud. Her slår de enkelte kapitalværnsregler igennem. Der kan ikke peges på omstændigheder, der tilsiger, at det bør være anderledes i forbindelse med aktietransaktioner og andre lovlige dispositioner.

I engelsk ret er der ikke tvivl om, at sådanne definitive kapitaludtræk forbliver lovlige, selvom de sker i forbindelse med en transaktion. I The Companies Act, section 153, subsection 3, fastslås det, at udbytte, kapitalnedsættelse, likvidation, tilbagekøbsprogrammer og køb af egne aktier, der sker i overensstemmelse med de respektive regler herom, ikke bliver ulovlige af, at de foretages i forbindelse med en aktietransaktion. I de engelske forarbejder siges det om opregningen af de lovlige dispositioner: ”*This list is largely for the avoidance of doubt*”¹⁰⁷. Der er således ingen tvivl om, at Lovgiver i England på forhånd havde gjort sig klart, at hverken Kapitaldirektivet eller kapitalinteressen tilsagde, at sådanne dispositioner skulle være ulovlige. At det britiske parlament faktisk havde gjort sig disse overvejelser er ikke overraskende, eftersom at direktivet på dette punkt blev til efter forbi- lede fra Engelsk ret¹⁰⁸. Det er netop fordi, at sådanne kapitalbevægelser allerede er reguleret i The Companies Act, og at man ville undgå unødvendig dobbeltlovgivning, at de eksplicit undtages fra forbuddet¹⁰⁹.

Tilsvarende gælder i norsk ret, hvor det også fremgår af forarbejderne til den norske bestemmelse, der som tidligere anført er en direkte oversættelse af den danske bestemmelse, og derfor også indeholder forbuddet mod at ”stille midler til rådighed”, at: ”*legale utdelinger kan foretages uten hinder av finansieringsforbuddet*”¹¹⁰.

Dette bygger selvsagt på, at man også i Norge, der deler stor selskabsretlig tradition med Danmark, har fundet det unødvendigt at udstrække forbuddet til lovlige udlodninger, da man allerede har tilgode- set beskyttelsen af kapitalinteressen gennem de norske kapitalværnsregler.

¹⁰⁷ Standing Committee A, *Hansard*, Session 1980-1981, 30. Juni 1981, spalte 301.

¹⁰⁸ Paul I. Davies, *Gower's Principle of Modern Company Law*, 6. udgave, 1997, side 263f.

¹⁰⁹ Dr. Eilis Ferran, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, side 396.

¹¹⁰ Johan Giertsen, *Revisjon og Regnskap*, nr. 6, 2002, side 18-23, Oslo.

Denne fortolkning af bestemmelsens rækkevidde stemmer i øvrigt overens med nyere teori om corporate governance, der betoner effektivitet i ledelsen frem for traditionelle misbrugsregler¹¹¹. En udbyttefinansieret aktietransaktion vil i høj grad have en effektivitetsskabende virkning frem for en langt mere omkostningstung fuldstændig fremmedfinansiering.

Både for så vidt angår domme, forarbejder og litteratur, så kan de ikke anskues isoleret fra den tid og selskabsretlige tidsånd, hvori de blev skabt. Som anført af Paul Krüger Andersen, så undergår selskabsretten i disse år et paradigmeskift, hvor fokus ændres fra forbudsregulering til effektiv selskabsledelse.

Med ændringen af Aktieselskabslovens § 109a fra 1. juli 2004 har dette paradigmeskifte også sat sig lovgivningsmæssige spor inden for kapitalværnsreglerne. Det blev med lovændringen muligt at foretage ekstraordinære udbytteudlodninger, og som en del af begrundelsen for at give adgang til ekstraordinært udbytte fremhævede Erhvervs- og Økonomiministeriet særligt muligheden for at gøre det lettere at finansiere aktieovertagelser af selskaber med frie reserver, idet disse reserver nu hurtigere kunne udloddes til aktiesælgerne¹¹². Nils Kjellegaard Jensen anfører, at det på baggrund af en så klar udtalelse i forarbejderne, ikke kan antages at være i strid med selvfinansieringsforbuddet at lade selskabet udbetale ekstraordinært udbytte til aktiesælgerne, med det formål at slanke selskabet og dermed mindske købesummen for aktiekøber. Nils Kjellegaard opfattelse kan kun tilsluttes, og det kan på baggrund af motivudtalelserne derfor lægges til grund, at i hvert fald en forudgående slankning ikke er ulovlig.

Fra en umiddelbar betragtning synes der imidlertid heller intet til hinder for, at også en efterfølgende udlodning må anses som fuldt lovlig. De midler, der kan komme til udbetaling, jf. Aktieselskabslovens §§ 109 – 112, er de samme, hvad enten udbetalingen sker før eller efter transaktionen. For kapitalinteressen er tidspunktet ligegyldigt. I hvilket omfang udbytteudlodning altid vil være lovligt i forhold til selvfinansiering gennemgås nedenfor i afsnit 3.2.3.3

Sammenfattende kan det på baggrund af en analyse af beskyttelsesinteressen slås fast, at det har meget for sig, når Werlauff¹¹³, og med ham den overvejende del af teorien, anfører, at selvfinansieringsforbuddet skal fortolkes indskrænkende. Nedenfor gennemgås kausistisk en række forskellige kapitaludtrækssituationer for at afgøre hvorvidt de kauteler, der er opsat i kapitalværnsreglerne kan antages udtømmende at gøre op med den beskyttelse som kapitalinteressen nyder.

Det betyder imidlertid ikke, at sætningen ”stille midler til rådighed” helt må bortfortolkes. Hvor den tidligere lovbestemmelse i 1973-loven alene omfattede lån og sikkerhedsstillelse, er retstillingen i dag

¹¹¹ Paul Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret*, 8. udgave, side 37ff.

¹¹² Nils Kjellegaard Jensen, *Revision og Regnskab*, nr. 3, 2004, side 44, ff. Se også rapport til betænkning til lovforslag nr. 125 2005, samt Erhvervs- og Økonomiministeriets hørings svar på www.ft.dk. Endvidere: Nils Kjellegaard Jensen, *Selskabsretlig Håndbog (u)lovlige kapitaludtræk af A/S og ApS*, side 165.

¹¹³ Erik Werlauff har argumenteret for en sådan retsstilling i U2001.B381 – Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv.

uændret for disse to dispositioners vedkommende. Imidlertid vil der kunne stilles midler til rådighed på andre måder, og disse dispositioner vil være omfattet af bestemmelsen. Konsulentdommen, U1997.444 H, repræsenterer indtil videre det klareste danske eksempel herpå. Tilsvarende vil det kunne tænkes, at ydelser, som målselskabet afholder på vegne af køber, vil være udtryk for at stille midler til rådighed på en anden måde end gennem lån og sikkerhedsstillelse.¹¹⁴ Sammenhængen med kapitalvænsreglerne underbygger, at selvfinansieringsbestemmelsen alene skal yde et værn mod dispositioner, der indebærer en reel risiko for kapitalen, når denne disposition ikke er genstand for en særlig beskyttelsesprocedure i Aktieselskabsloven. Formålet med bestemmelsen er at sikre kapitalen mod misbrug i forbindelse med en aktietransaktion, ikke at stille sig hindrende i vejen for i øvrigt lovlige selskabsretlige dispositioner. Dette er i overensstemmelse med forståelsen af forbuddet i England og i Norge.

3.2.3.2 Kapitalafgang

I dette afsnit behandles en række definitive kapitaludtræks dispositioner. Det, der kendetegner disse dispositioner er, at selskabet ikke binder sin kapital som ved lån og sikkerhedsstillelse, men derimod giver endeligt afkald på kapitalen. I det følgende skal det derfor undersøges, om et selskab ulovligt stiller midler til rådighed, når der er tale om definitive kapitaludtræk.

Som nævnt kan man ikke af ordlyden af ”at stille midler til rådighed” afgøre, hvorvidt selskabsretlige dispositioner, som fx kapitalnedsættelse og udbytteudlodning, vil være ulovlige jf. Aktieselskabslovens § 115, stk. 2. Det vil ofte være et anvendt finansieringsgrundlag ved management buy out og generationsskifter, at selskabets kapital i et eller andet omfang skal virke finansierende¹¹⁵. Bestemmelsen bør imidlertid fortolkes i overensstemmelse med de kapitalbeskyttelsesregler, der allerede findes i Aktieselskabsloven som §§ 109-112, §§ 44 -46 og § 123, der udtømmende gør op med sikringen af kapitalinteressen. Aktieselskabsloven § 115, stk. 2 kan således *ikke* anses som *lex specialis*, når der *ikke* kan påvises en relevant og udækket beskyttelsesinteresse. Det kan hertil anføres, at der ikke mellem de øvrige kapitalbeskyttelsesregler forekommer nogle overlap, hvor den ene bestemmelse står hindrende i vejen for en anden. Det er eksempelvis ikke usædvanligt at foretage en kapitalnedsættelse og dermed fjerne et underskud for herved at kunne foretage efterfølgende udbytteudlodning.

3.2.3.3 Udbytte

Særligt spørgsmålet om udbytte har været draget til tvivl. Der har været anført af Werlauff¹¹⁶, at lovlige udbytteudlodning forbliver lovlige

¹¹⁴ Dette var tilfældet i den engelske dom *Chaston V. SWP Group Plc.* ([2002] EWCA Civ 1999, [2003] 1 B.C.L.C.). Dommen er indgående behandlet i afsnit 3.2.3.5.3.

¹¹⁵ Anders Braad og Claus Nielsen, *Selvfinansieringsforbudet i AL § 115, stk. 2*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, nr. 4, 2001, side 455.

¹¹⁶ Erik Werlauff i U2001.B381 – Efterfinansierede aktiekøb – lovlige selvfinansiering gennem udbytte mv.

selvom det sker i forbindelse med en aktietransaktion. Heroverfor har Jan Schans Christensen stillet sig kritisk¹¹⁷.

En risikobetragtning vil umiddelbart tilsige, at en definitiv kapitalafgang, der i øvrigt ikke er i strid med andre af Aktieselskabslovens regler, ikke indebærer en forøget risiko, hvad enten den sker før eller efter en aktietransaktion. Med muligheden for ekstraordinært udbytte må det endda konstateres, at lovgivningsmagten i forarbejderne har taget eksplicit¹¹⁸ stilling til, at forudgående udbytteudlodninger er lovlige. Da kapitalinteressen ikke stilles ringere ved efterfølgende udlodning end ved en forudgående udlodning, kan der ikke påvises argumenter for, at en sådan efterfølgende udlodning ikke også skulle være omfattet af hensynene bag motivudtalelsen. Det er de samme selskabsmidler, der er opregnet i Aktieselskabslovens § 110, som generalforsamlingen kan vedtage skal anvendes til udbyttebetaling, hvad enten udbyttet er ordinært eller ekstraordinært. Uddelingen skal være forsvarlig under hensyn til selskabets og evt. koncernens økonomiske stilling. Endeligt skal udbyttet godkendes af den siddende bestyrelse, der i modsætning til generalforsamlingen, handler under et almindeligt culpaansvar jf. Aktieselskabslovens § 140 cfr. § 142.

De detaljerede kapitalbeskyttelsesregler i forbindelse med udlodning taler for, at selvfinansieringsforbuddet må vige, da der ikke kan peges på et udækket beskyttelsesbehov. Hertil taler også, at udenlandsk ret ikke anser udlodning som selvfinansiering.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har tidligere haft mulighed for at tage stilling til lovligheden af udbyttefinansierede aktieerhvervelser. I en sag fra 28. september 1999 fandt Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, at der ikke var tale om en selvfinansiering i en sag mellem to aktionærer, hvor den ene skulle udløses. Et selskab var ejet af to aktionærer og det aftaltes, at den ene aktionær skulle købe den anden ud for 150 mio. DKK med en udbetaling på 90 mio. DKK. Udbetalingen blev lånt af en bank. I samme forbindelse blev det planlagt, at der i forbindelse med den ordinære generalforsamling, til delvis afvikling af lånearrangementet i banken, skulle ske en udbytteudlodning på 50 mio. DKK, hvoraf de 30 mio. DKK, var selskabets forventede overskud fra den løbende drift i år 2000, medens den resterende del var akkumuleret overskud.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fandt, at der *ikke* var tale om selvfinansiering, såfremt en række krav var opfyldt. Kravene bestod i:

- 1) at målselskabet eller dets datterselskab ikke måtte yde lån til finansieringen, og
- 2) at banken ikke kunne få sikkerhed for lånet til køberen i aktiver tilhørende målselskabet eller dets datterselskaber og
- 3) at målselskabet ikke direkte eller indirekte måtte hæfte for køberens forpligtelser over for banken.

De første tre ”betingelser” følger direkte af selvfinansieringsforbuddet.

¹¹⁷ Jan Schans Christensen, *Contested Takeovers in Danish Law*, side 250.

¹¹⁸ Nils Kjellegaard Jensen, *Revision og Regnskab*, nr. 3, 2004, side 44, ff. Se også rapport til betænkning til lovforslag nr. 125 2005, samt Erhvervs- og Økonomiministeriets høringssvar på www.ft.dk.

Dernæst krævede Erhvervs- og Selskabsstyrelsen at:

4) målselskabets handlefrihed ikke måtte begrænses i et for selskabet skadeligt omfang, og

5) målselskabet ikke måtte garantere fremtidige udbyttebetalinger, og endelig at

6) ved udbyttebetalinger fra målselskabet til køber, skal Aktieselskabslovens almindelige bestemmelser overholdes.

Som det fremgår, er også de sidste ”betingelser” alene udtryk for, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen påpeger, hvad der i forvejen gælder. Der er således ikke tale om egentlige betingelser for at acceptere fremgangsmåden. Opregningen er med andre ord blot udtryk for Aktieselskabslovens almindelige bestemmelser.

Det er imidlertid klart, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen *ikke* vurderede, at efterfølgende udbyttefinansiering ville være overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet. Havde Styrelsen været af denne opfattelse, ville hele konstruktionen være ulovlig, uanset hvilke betingelser der var stillet.

I en anden afgørelse fra 9. maj 2000 anså Erhvervs- og Selskabsstyrelsen en konstruktion, der medførte, at målselskabet løbende skulle tiltransportere sin realkreditbelåning af sin ejendomsportefølje til den långivende bank, samt at eventuelle salgsprovenuer i forbindelse med salg fra ejendomsporteføljen skulle indsættes på en sikringskonto i banken, for en overtrædelse af forbuddet mod at stille lån og sikkerhed. Det forhold, at lånet skulle tilbagebetales i form af udbytteudlodninger, fandtes derimod ikke at være en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet¹¹⁹.

Senere har Erhvervs- og Selskabsstyrelsen direkte udtalt¹²⁰, at udbyttefinansierede aktieerhverv ikke er udtryk for selvfinansiering. I en overordnet gennemgang af Styrelsens forståelse af forbuddet anføres det:

”Det er derimod styrelsens opfattelse, at udbetaling af udbytte og kapitalnedsættelser ikke vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet, når selskabslovgivningens regler om udbytte og kapitalnedsættelse bliver iagttaget.”

Der kan på baggrund heraf ikke herske megen tvivl om, at lovlig udbytte, efter Erhvervs- og Selskabsstyrelsens opfattelse, forbliver lovlig.

Det er klart, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsens opfattelse af gældende ret ikke er normerende for domstolene¹²¹. Derfor har Østre Landsrets dom, TfS 2004.623 (Digidan), givet anledning til endnu engang at overveje, hvorvidt selvfinansieringsforbuddet skal fortolkes indskrænkende eller ej.

Sagen angik en virksomhedsoverdragelse, hvor der var ydet hestand med betalingen, således at købesummen blev betalt i fire rater. Første og anden rate var direkte finansieret ved, som det siges i dommen: ”lovlig udlodning af udbytte”. Retten fandt imidlertid, at efter-

¹¹⁹ Afgørelsen findes i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, nr. 4, 2001, side 455ff af Anders Braad & Claus Nielsen .

¹²⁰ Afgørelse af 2. februar 2001.

¹²¹ Grundlovens § 3.

som der forelå *fuldstændig samtidighed* mellem betalingen af disse rater og den faktiske udbetaling af selskabets midler, var overdragelsen udtryk for selvfinansiering.

Det er ikke ganske klart, hvad Østre Landsret mener med *fuldstændig samtidighed*, som antageligt må være noget andet og mere end almindelig samtidighed. Denne sondrings relevans afhænger dog i det hele af om den tidsmæssige sammenhæng har nogen betydning for, om der foreligger selvfinansiering. Under sagen anførte sagsøgte i overensstemmelse med teorien og Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis, at lovlige udbytte forblev lovligt, og at det i øvrigt ikke gjorde nogen forskel på kapitalinteressen, om udlodningen var foretaget af sælger lige før overdragelsen, hvilket ville være lovligt, eller om udlodningen skete efter overdragelsen. Østre Landsret havde således, jf. dispositionsmaksimen, lejlighed til at tage stilling til disse anbringender, men fandt uden yderligere begrundelse end den fuldstændige samtidighed, at aktieselskabslovens § 115, stk. 2 var realiseret.

Dommen er blevet anset som forkert¹²², da det antageligvis er dommens *ratio decidendi*, at et lovligt udbytte bliver ulovligt, fordi det efter aftale mellem sælger og køber bruges til at betale sælger med.

I forlængelse af kritikken må det fastholdes, at det var hensigten med bestemmelsen at sikre kapitalen mod udhuling i forhold til dispositioner, der ikke allerede var beskyttet af selskabslovene. Det har derimod aldrig været hensigten at bestemmelsen skulle regulere de nærmere betalingsvilkår mellem sælger og køber. Det er ikke klart, hvorfor Østre Landsret finder, at denne overdragelse medførte en risiko for kapitalen, der ikke var tilstrækkeligt beskyttet af reglerne om udbytte.

Når dette holdes for øje, bliver det da også yderst vanskeligt at se, hvilken relevans den fuldstændige samtidighed spiller. Det afgørende for selvfinansieringsforbuddet er, at der foreligger en kvalificeret form for selvfinansiering. Det er derimod uden betydning, hvornår selvfinansieringen foreligger. Lån eller sikkerhedsstillelse er ulovligt både før og efter overdragelsen. Tilsvarende vil andre midler, der ulovligt er stillet til rådighed, forblive ulovlige uanset om de ydes før eller efter overdragelsen.

Dommen er i øvrigt heller ikke i harmoni med en afgørelse som Østre Landsret afsagde den 17. maj 2004, præcis en måned før Digidan-dommen.

I denne sag var et selskab blevet overdraget i forbindelse med et skibsanpartsprojekt. Købesummen på ca. 46 mio. DKK blev indsat på en bankkonto den 30/12 1993. Købesummen var lånefinansieret af en bank. På den ordinære generalforsamling umiddelbart efter blev det vedtaget at udlodde 42.200.000 DKK ud af selskabets egenbeholdning på 53 mio. DKK. På dette tidspunkt påhvilede der koncernen som helhed skatter på ca. 13. mio. DKK.

Retten lagde til grund, at i hvert fald en del af det udloddede udbytte medgik til indfrielse af lånet. Udbyttet havde således virket finansierende. Landsretten henså særligt til, at overdragelsen var lånefi-

¹²² Erik Werlauff, TfS 2004.694. I overensstemmelse hermed anfører chefkonsulent hos Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, Jan-Christian Nilsen, at dommen er yderst problematisk, og at resultatet bygger på andre hensyn end selvfinansiering.

nansieret, og at der efter udlodningen resterede en ikke ubetydelig egenkapital, der blev forøget i løbet af 1994.

Dommen bekræfter teorien og Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis derved, at lovligt udbytte ikke bliver ulovligt af, at det sker i forbindelse med en aktieoverdragelse. Domskonklusionen må anses som rigtig, men det er ikke overbevisende, at retten i den forbindelse øjensynligt tillægger det særligt vægt, at der var tale om en lånefinansieret overdragelse, og at der efter udlodningen resterede en ikke ubetydelig egenkapital.

Det er rigtigt, at der ikke forelå selvfinansiering, men det var ikke, fordi der var fornøden kapital i behold. Havde der ikke været tilstrækkelig kapital ville Aktieselskabslovens §§ 110. stk. 3, 112 & 54, stk. 3, været realiseret, og et ansvar ville kunne gøres gældende for et kausalt og adækvat tab. Men der ville ikke bestå nogen objektiv tilbagebetalingspligt, jf. § 115, stk. 4, da der ikke ville foreligge selvfinansiering. Som tidligere anført, gælder der ingen de minimis betragtninger, og det afgørende er derfor, om der overhovedet foreligger selvfinansiering – ikke omfanget heraf, som dommens præmisser kan give indtryk af.

Det ville have været afklarende for retspraksis, hvis retten i stedet havde begrundet sin afgørelse med, at der i sagen ikke forelå selvfinansiering, fordi udbytteudlodningen skete i overensstemmelse med Aktieselskabslovens regler herom. Sagen er anket til Højesteret til afgørelse i slutningen af 2005. Det er min klare forventning, at Højesteret stadfæster dommens resultat angående selvfinansiering, og det kan i samme anledning håbes, at Højesteret benytter lejligheden til at fastlægge en klar linie på området.

I forbindelse med Digidan-dommen, TfS 2004.623, taler meget for at anse dommens resultat som båret af en række andre hensyn¹²³. Det fjerner imidlertid ikke den oplagte undren, at Østre Landsret valgte at bruge en selskabsretlig begrundelse, der går direkte imod en fast teori og tidligere retspraksis, for at nå frem til et erstatningsansvar, der bygger på helt andre betragtninger, jf. U1997.364 (Satair). Dommen vil næppe få præjudiciel betydning.

Sammenfattende kan det siges, at reglerne om udbytte udgør en tilstrækkelig beskyttelse, idet udbytte alene kan udloddes af de frie reserver, som kreditor er bekendt. Kapitalinteressen kan således ikke skuffes, og derfor vil udbytte ikke kunne være selvfinansiering.

3.2.3.4 Kapitalnedsættelse & likvidation

Tilsvarende findes der regler, der sikrer kapitalinteressen ved kapitalnedsættelse og likvidation. Aktieselskabslovens regler i § 44a, stk. 2 og § 46 må antages at sikre kapitalinteressen i fornødent omfang, idet der efter kapitalnedsættelsen skal være fuld dækning for aktiekapitalen, henlæggelse og reserver. Endvidere skal kreditorer varsles gennem Statstidende i mindst tre måneder forud for kapitalnedsættelsen. På

¹²³ Jeg har drøftet dommen med den vindende advokat, Mikkell Holm Nielsen, Kammeradvokaten, der er enig i, at dommens resultat formentlig hviler på erstatningsretlige principper.

samme måde som ved udbytteudlodning er kapitalnedsættelse til aktionærerne betinget af bestyrelsens godkendelse, jf. § 44a stk. 2.

Ved likvidation skal der tilsvarende udstedes et ikke-præklusivt proklama i Statstidende. Kreditorinteressen må anses som tilgodeset ved kapitalnedsættelse og likvidation, hvorfor der ikke synes at være et udækket beskyttelsesbehov, som selvfinansieringsforbuddet skal udfylde.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har da også i overensstemmelse hermed i en afgørelse fra marts 2001¹²⁴ fundet, at en aktieerhvervelse med efterfølgende finansiering i form af en kapitalnedsættelse ikke statuerede selvfinansiering.

Sagen angik en investor og et målselskab, som i fællesskab planlagde at opkøbe alle udestående B-aktier i målselskabet. Opkøbet forventedes gennemført ved, at investoren erhvervede en del af aktierne direkte fra aktionærerne, medens de resterende aktier skulle opkøbes af den finansierende bank. Bankens betingelser for at medvirke hertil var, at målselskabet på sin ordinære generalforsamling besluttede at købe aktierne fra banken til bankens indkøbspris som led i en tilsvarende kapitalnedsættelse.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fandt ikke, at der var tale om selvfinansiering. Styrelsen anførte de samme betingelser som i afgørelsen fra 28. september 1999, der er gennemgået ovenfor¹²⁵. Den mest centrale betingelse i den forbindelse var, at selskabet ikke måtte bære risikoen for, at tilbagekøbsprogrammet ikke blev opfyldt. Havde selskabet været ansvarligt herfor, ville det have stillet sikkerhed. En manglende opfyldelse af tilbagekøbsprogrammet kan alene være et mellemværende mellem investoren og den finansierende bank. Betingelsen er en selvfølgelighed. Intet selskab kan *garantere* en fremtidigt udlodning, hverken i form af udbytte eller kapitalnedsættelse¹²⁶, og som anført af Werlauff, vil Erhvervs- og Selskabsstyrelsen heller ikke kunne opstille betingelser, der ikke allerede følger af selskabsretten, jf. legalitetsprincippet.

Reglerne om kapitalnedsættelse og likvidation søger at stille kreditorerne i første række, hvorfor der ikke synes at være noget beskyttelsesbehov. Ligesom udbytte vil kapitalnedsættelse og likvidation ikke være omfattet af Aktieselskabslovens § 115, stk. 2, 2. pkt. om at stille midler til rådighed.

3.2.3.5.1 Forudgående kapitalafgang. Slankning

En række dispositioner, der er forudgående, vil have en slankende virkning på transaktionen og vil derfor kunne tænkes at være omfattet af ”at stille midler til rådighed”. Der er ovenfor redegjort for, at egentlige forskudsydelse som følge af reglerne om EU-konformfortolkning vil være omfattet af ”at stille midler til rådighed”. Det er også fastslået, at bestemmelsen imidlertid ikke kan omfortolkes til alene at omfatte forskudsydelse. En række andre dispositioner vil imidlertid også være

¹²⁴ Afgørelse af 28. marts 2000. Afgørelsen er refereret i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, nr. 4, 2001, side 463.

¹²⁵ Afsnit 3.2.3.2.

¹²⁶ Erik Werlauff, U2001B.381.

omfattet af bestemmelsen, selvom der ikke kan siges at være tale om en egentlig forskudsydelse. Den nye lovændring om ekstraordinært udbytte jf. Aktieselskabslovens § 109a, medfører, at slankende udbytte i dag ikke kan antages at være omfattet. Uanset at hovedvægten for denne afhandling er de efterfølgende dispositioner, vil det alligevel være nødvendigt at vurdere en række dispositioner, der typisk vil være forudgående, for at nærme os en operationel afgrænsning af at ”stille midler til rådighed”. Dette skyldes ikke mindst, at disse dispositioner på samme måde som de efterfølgende dispositioner er udtryk for definitive kapitaludtræk, og således deler de væsentligste karakteristika med de efterfølgende kapitaludtræk, der er gennemgået ovenfor. Slankning i forbindelse med en transaktion vil særligt kunne tænkes, hvor målselskabet yder en gave eller afholder udgifter, der rettelig skulle være afholdt af køber.

3.2.3.5.2 Gaver

I forbindelse med Konsulentdommen, U1997.444, kunne det overvejes, om der egentlig var tale om en gavedisposition og i givet fald, hvad dette ville betyde i et selvfinansierende perspektiv. Dispositionen lignede en gave derved, at konsulenthonoraret formelt set fremstår som et arbejdsvederlag, men som det fremgik af dommen, reelt var uden modydelse.

Denne, for selskabets side, ensidige disposition dækker dog i det underliggende forhold mellem sælger og køber over en efterfølgende betaling for aktierne, og der foreligger derfor ikke det nødvendige udslag af gavmildhed, der traditionelt kræves for at statuere gaveydelse.

Almindeligvis vil en finansierende disposition have en modydelse. Udover afdrag skal der betales renter på et lån og, der kræves ofte et vederlag for sikkerhedsstillelse etc. En gave derimod er en ensidig ydelse. Det kan ikke afvises ud fra ordlyden af Aktieselskabslovens § 115, stk. 2, at en gavedisposition, der i øvrigt er i overensstemmelse med Aktieselskabslovens § 114, ville kunne virke finansierende, fx i forbindelse med en slankning af selskabet med henblik på en forestående aktietransaktion. Dette kan tænkes, hvor selskabet yder gaver til udenforstående, således at købesummen mindskes. Herved vil der dog ikke ske en binding af kapitalen, som er kendetegnet for lån og sikkerhedsstillelse, men derimod en definitiv afgang af selskabskapitalen. Gavedispositionen ligner således udbytte, der ikke anses som selvfinansierende. Omvendt er det ikke ukendt, at andre definitive dispositioner kan være omfattet af ”at stille midler til rådighed”. Eksempelvis kan et varekøb mellem målselskabet og aktieerhververen ligeledes virke ulovligt slankende, hvis der består et misforhold mellem ydelserne. Køber målselskabet en ydelse til overpris fra aktieerhververen med en intention om, at dette skal virke finansierende, vil dette realisere selvfinansieringsforbuddet.

Anderledes forholder det sig imidlertid i forbindelse med gaver. Gavemodtageren vil i sagens natur ikke levere en modydelse, og det er således formålsløst at overveje ydelsernes værdi overfor hinanden. Aktieselskabslovens § 114 regulerer selskabets adgang til at give gaver. Som udgangspunkt kan selskabet alene give gaver, som står i et

rimeligt forhold til selskabet økonomiske stilling. Der er altså tale om en subjektiv vurdering, hvor et erstatningskrav vil afhænge af bevisets stilling i en efterfølgende retssag.

Da der ikke findes nogen de minimis for selvfinansiering, kan det anføres, at en gavedisposition der gives, fx til humanitære organisationer, for at slanke selskabet, og dermed lette finansieringsomkostningerne, vil være selvfinansierende. Fordelen ved også at lade selvfinansieringsforbuddet omfatte en gavedisposition, er, at der vil være en objektiv tilbagebetalingspligt, og man kommer derved uden om de bevisproblemer, der følger af Aktieselskabslovens § 114.

I England har man, i erkendelse af den risiko for kapitalinteressen som gaver kan repræsentere, direkte i Companies Act 1985, section 152 anført gaveydelse som en mulig form for selvfinansiering¹²⁷.

Det kunne dog med nogen ret heroverfor hævdes, at reglerne om gaver er tilstrækkeligt beskyttet i Aktieselskabslovens § 114. Imidlertid indskrænker § 114 ikke de midler som selskabet kan anvende til gave. Der er ingen procedure eller nærmere begrænsning for kapitalafgangen, der kan siges at varetage kreditorernes og aktionærernes interesse, som fx §§ 109, 109a jf. § 110, der henholdsvis angiver proceduren for udbyttebetaling, og angiver hvilke midler udbyttet kan tages fra, samt § 112, der indskærper bestyrelsens pligt til at iagttage reglerne om forsvarligt kapitalberedskab. Tilsvarende kan anføres om reglerne om kapitalnedsættelse i §§ 44 – 47. Imidlertid vil en gave, der er givet med et flertal af stemmerne på generalforsamlingen være lovligt. Derfor kan gaver konkret *ikke* antages at være reguleret i sådan grad, at de *ikke* vil kunne udgøre selvfinansiering.

En gave, der gives i forbindelse med en aktieerhvervelse og har et finansierende sigte, vil derfor aktualisere, at der stilles midler til rådighed¹²⁸.

Problemet har næppe den store praktiske betydning. Dette skyldes, at generalforsamlingen formodningsvis vil være mere tilbøjelig til at lave en slankning gennem lovlig udbyttebetaling til fordel for aktionærkredsen, frem for at lade selskabets midler tilgå en udenforstående. Omvendt kan muligheden herfor ikke afvises, og det er derfor rigtigt at fastholde, at en gave kan virke slankende, og denne slankning vil være til skade for kreditorerne og aktionærerne, hvilket vil være selvfinansiering.

3.2.3.5.3 Afholdelse af transaktionsomkostninger

I forlængelse af spørgsmålet om gaver og andre ensidige ydelser, vil det være nærliggende at se nærmere på målselskabets afholdelse af udgifter i forbindelse med en transaktion. Det volder ingen vanskeligheder at erkende, at hvor et målselskab afholder en omkostning i forbindelse med transaktionen, som rettelig tilkom henholdsvis sælger og køber at afholde, så har selskabet principielt stillet midler til rådighed for aktieerhvervelsen. Set ovenfra, vil en sådan disposition ligne ga-

¹²⁷ Dr. Eilis Ferran, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, side 385ff.

¹²⁸ På samme linie: Johan Giertsen i *Revisjon og Regnskap*, nr. 6, 2002, side 18-23, Oslo.

vedispositionen, idet der vil være tale om en ensidig ydelse fra selskabs side, uden der dog foreligger et udslag af gavmildhed.

Problemstillingen var aktuel i den britiske afgørelse *Chaston V SWP Group Plc*¹²⁹. Mr. Chaston var direktør i et datterselskab af et målselskab, og blev sagsøgt som ansvarlig for dettes tab som følge af, at datterselskabet afholdte en række omkostninger til revisionsrapporter, der skulle bruges af køber i forbindelse med overtagelsen af moder- og målselskabet. Det kunne lægges til grund, at køber af selskabet blev friholdt fra de omkostninger til revisorer som datterselskabet afholdte, og den britiske domstol fandt derfor, at der forelå selvfinansiering. Dommen kan ikke uden videre affejes som en udenlandsk afgørelse, uden interesse for den danske forståelse af ”at stille midler til rådighed”. Dommen bygger på den betragtning, at der blev ydet en forskudsydelse, og dommen er således en naturlig følge af Kapitaldirektivet. Derfor må samme resultat forventes ved en dansk domstolsafgørelse, da forskudsydelser udgør kernen i at ”stille midler til rådighed”. Dette bør være særlig klart, da det danske forbud netop er bredere i sin udformning end direktivteksten. Direktivets objektive karakter gør, at en dansk domstol ikke forinden sagen har været præjudicielt forelagt EF-domstolen, vil kunne afvise *Chaston*-dommen, uanset at de udgifter der afholdes næppe kan siges materielt at have indebåret en risiko for kapitalen.

Ovenstående kan muligvis forlede til at tro, at enhver handling, der medvirker til at lette transaktionen, kan være omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Det er imidlertid en betingelse, at de omfattede dispositioner kan siges at finansiere overdragelsen, herunder afholde udgifter på vegne af køber. Dette forudsætter som det mindste, at der overdrages noget til køber eller køber friholdes fra en udgift. Det er ligeledes klart, at ikke enhver disposition, der er egnet til at lette en uvis fremtidig transaktion og gøre et selskabs salgsmoment, er omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Der må bestå en forbindelse mellem udgiftens afholdelse og en konkret køber, og det må kunne godtgøres, at afholdelsen af omkostningen kan siges at have lettet dennes finansieringsbyrde¹³⁰.

Hvis et potentielt målselskab engagerer en investment bank med henblik på at tilrettelægge en salgsproces, kan der ikke heri siges at være sket en finansiering af nogen overdragelse. En sådan udgift har et helt andet sigte end at lette en fremtidig køber for en omkostning. Typisk vil sigtet være det direkte modsatte, nemlig at tilrettelægge en salgsproces, der sikrer den højest mulige pris for selskabet, eksempelvis, hvor selskabet søges solgt gennem en auktionsproces. Disse udgifter er ikke finansierende.

Men også andre omkostninger, som ikke kan siges direkte at forbedre overdragelsessummen, vil *ikke* være selvfinansierende, når transaktionen har en sådan uvis fremtidig karakter, at det ikke er me-

¹²⁹ *Chaston V. SWP Group Plc*. ([2002] EWCA Civ 1999, [2003] 1 B.C.L.C., Eilis, Cambridge Law Journal, Corporate Transactions and Financial Assistance: Shifting Policy Perceptions but Static Law, side 235 ff.

¹³⁰ I overensstemmelse hermed Dr. Eilis Ferran, Cambridge Law Journal, marts 2004, Vol 63, Corporate Transactions and Financial Assistance.

ningsfuldt at sige, at der er stillet midler til rådighed til finansieringen af aktietransaktionen, da dette forudsætter en konkret køber at yde finansieringen til.

En række udgifter til rådgiverhonorarer må afholdes af henholdsvis de nuværende og de fremtidige aktionærer. Selskabet er i den forbindelse ikke part i overdragelsen. En vejledning vil antagelig kunne findes i Aktieselskabslovens §§ 80 & 63 om utilbørlig begunstiggelse af en aktionær. Udgifter til rådgivning, der sigter til at optimere salgsprisen, er ikke selvfinansiering. Dels er udgifterne slet ikke finansierende, og dels ligger afholdelse af sådanne udgifter inden for selskabets interesse. Men på et tidspunkt i et salgsforløb vil rådgivningen gå væk fra en general rådgivning til fordel for selskabet, og blive en specifik rådgivning til fordel for den konkrete aktiesælger eller køber. Afholder selskabet udgifter til det sidste, vil det kunne være en utilbørlig begunstiggelse, og denne utilbørlige begunstiggelse vil samtidig være udtryk for selvfinansiering, idet selskabets samlede midler vil være reduceret, og dette vil lette købers finansieringsomkostninger.

Den objektive tilbagebetalingspligt jf. Aktieselskabslovens § 115, stk. 4, letter også her bevisbyrden til fordel for kapitalinteressen.

Hvor selskabets midler direkte anvendes til at friholde køber for en transaktionsudgift, vil dette jf. Chaston-dommen, medføre en realisering af selvfinansieringsforbuddet, idet selskabet herved har stillet midler til rådighed i forbindelse med erhvervelse af aktier i selskabet selv, som ellers kunne have været brugt til sikring af kreditorer og aktionærer.

Det er ikke ualmindeligt i aktionæroverenskomster at have en klausul om, at selskabet skal afholde alle omkostninger i forbindelse med en udløsning af en aktionær, fx i forbindelse med dead-lock. Dette kan, ud fra Chaston-dommens præmisser, tænkes at udgøre selvfinansiering, idet parterne friholdes for en række udgifter i forbindelse med den aktieoverdragelse, som udløsningen er udtryk for. De fleste af disse omkostninger til en aktieoverdragelse vedkommer principielt ikke selskabet, men er et mellemværende mellem køber og sælger. Det kan heroverfor anføres, at der, fx i forbindelse med en dead-lock-situation, ville kunne påvises en tilstrækkelig tungtvejende selskabsinteresse i at afklare situationen til, at selvfinansieringsforbuddet burde vige. Det ville endda, *de lege ferenda*, med stor vægt kunne anføres, at det forekommer meget uhensigtsmæssigt om selvfinansieringsforbuddet på nogen måde skulle stå i vejen for løsningen af en dead-lock-situation, der i sidste ende ville kunne true selskabets eksistens, hvilket for alvor vil være til væsentlig skade for kapitalinteressen.

Det kan ikke afvises, at sådanne dead-lock klausuler kan fastholdes på trods af forbuddets nuværende objektive udformning. Dette vil være tilfældet, hvis domstolene lægger til grund, at klausulerne ikke har et finansierende sigte, hvorved de vil bringes uden for forbuddets rækkevidde. En sådan opfattelse vil i øvrigt være i overensstemmelse med den tilgang som Vestre Landsret anlagde i U1999.1429 VLK, idet retten udtalte: ”Efter landsrettens vurdering må det afgørende være, om der i opkøbs- eller salgsøjeblikket af overskudsselska-

bet er ydet lån, stillet sikkerhed eller midler til rådighed til gennemførelse af handlen."¹³¹

Det turde være klart, at det væsentligste rationale bag disse klausuler er at sikre selskabets overlevelse, medens det forhold, at selskabet afholder udgifter til fx. revisors honorar for udregning af aktiernes værdi, ikke har virket motiverende for klausulens indhold. På denne baggrund taler meget for, at sådanne klausuler i aktionæroverenskomster ikke ville kunne anfægtes af selvfinansieringsforbuddet.

Da der er tale om et minimumsdirektiv, vil det dog i sidste ende være EF-domstolen, der må afgøre om bestemmelsen skal forstås objektivt og undtagelsesfrit. EF-domstolen anlægger ofte en teleologisk tilgang til fortolkningen af direktiverne. Dette indebærer, at EF-domstolen søger at finde den forståelse af en tvistig bestemmelse, der mest effektivt kan realisere dens målsætning¹³². Selvfinansieringsforbuddet har selvsagt ikke som målsætning at fastholde et selskab i en uløselig konflikt mellem dets ejere, og det kan derfor ikke afvises, at en bred række af tungtvejende selskabshensyn ville kunne få forbuddet til at gige, fordi udgifterne ikke tjener et finansierende sigte.

Sammenfattende kan det siges, at når selskabets midler, enten i form af gaver eller i form af afholdelse af transaktions- eller andre omkostninger, anvendes med et finansierende formål, så vil der være stillet midler til rådighed for erhvervelse af aktier i selskabet. Dermed vil bestemmelsen objektivt være realiseret. For så vidt angår selskabets afholdelse af udgifter i forbindelse med transaktionen, er det afgørende at sondre mellem de lovlige udgifter, der sigter på at optimere afståelsesprovenuet, og de ulovlige udgifter, der *alene* har som formål og resultat, at køber konkret friholdes fra en udgift. Der vil dog selvsagt knytte sig nogle bevismæssige problemer til en sådan sondering. Problemet opstår ved vurderingen af, om køber faktisk er blevet friholdt en udgift. Dette forudsætter, at der kan peges på en objektiv korrekt pris for aktierne. Uanset, at det for så vidt angår børsnoterede aktier kan anføres, at der findes en markedspris herfor, er dette ikke tilfredsstillende. Prisen for en majoritetspost er væsentlig højere end prisen for, de ofte meget små aktieposter, der handles på Fondsbørsen. Den samme erkendelse ligger bag reglerne om pligtmæssige tilbud i Værdipapirhandelslovens § 32 og take-overbekendtgørelsens regler¹³³, der søger at sikre, at minoritetsaktionærer også får den overpris for deres aktier, som tilbydes majoritetsaktionæren¹³⁴.

Det må formentlig lægges til grund, at ulovlig selvfinansiering *alene* aktualiseres såfremt, at den faktiske køber drager direkte nytte af dispositionen i form af en tilsvarende nedgang i finansieringsomkostningerne, som tilfældet var ved Chaston V SWP Group Ltd.

3.2.3.6 Fusion

Slutteligt skal det undersøges om fusion kan anses som omfattet af "at stille midler til rådighed", fordi der kan påpeges et udækket beskyttel-

¹³¹ Dommen er gennemgået i afsnit 2.2.1, side 16.

¹³² Ruth Nielsen, EU Ret, 3. reviderede udgave, side 141.

¹³³ Bekendtgørelse 618 af 23/06/2005.

¹³⁴ Paul Krüger Andersen & Nis Jul Clausen, Børsretten, 2. udgave, kapitel 8.

sesbehov. I sin artikel om efterfinansierede aktiekøb, anfører Erik Werlauff, at også fusion vil være en formuedisposition, der lovligt kan foretages.¹³⁵ Imidlertid synes Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis at tilsige, at der netop for fusion må foretages en mere nuanceret vurdering.

I et selvfinansieringsretligt perspektiv vil en fusion, objektivt set, være udtryk for ”at stille midler til rådighed”, når det fortsættende selskab i kraft af fusionen opnår adgang til det ophørende selskabs midler, med hvilke en finansier vil kunne tilbagebetales.

For at en fusion skal repræsentere et selvfinansieringsretligt problem må det forudsættes, at i hvert fald det ene selskab har købt aktier i det andet selskab, eksempelvis, hvor der laves en lodret fusion mellem moder- og datterselskab. Dette er særlig evident, hvor et mindre selskab uden drift og uden nævneværdige midler, finansierer købet af et stort og driftsaktivt selskab gennem et lån og herefter fusionerer med det nye datterselskab.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har i to sager haft mulighed for at vurdere i hvilket omfang en fusion kan tænkes at være omfattet af at stille midler til rådighed, jf. nedenfor.

Overordnet set er en fusion en opløsning af et eller flere selskaber, hvor forpligtelser og rettigheder overdrages til et andet selskab uden likvidation¹³⁶. Endvidere vil det ophørende selskabs aktionærer overdrage deres aktier mod et vederlag, typisk i form af aktier i det fortsættende selskab. Overdragelse sker i form af en universalsuccession, således at det er uforholdent at opnå accept fra den enkelte kreditor og aktionær, såfremt der foreligger de nødvendige ”ikke-forringelseserklæringer”, jf. Aktieselskabslovens § 134c, stk. 3 & 4.

Erklæringerne søger at sikre både kreditorernes og aktionærernes økonomiske interesser. Erklæringerne for de respektive selskaber skal tage udgangspunkt i en vurdering af selskabet som »going concern« i modsætning til selskabets realisationsværdi. Der er således i nogen grad tale om en vurdering af, om det fortsættende selskab har tilstrækkeligt likviditet til, at opfylde sine forpligtelser som de forfalder. Erklæringen skal indeholde en vurdering af det fortsættende selskabs økonomiske stilling som følge af fusionen set på baggrund af det eller de ophørende selskabers økonomiske stilling før fusionen¹³⁷. Netop med baggrund i den *tvungne* universalsuccession, har Erhvervs- og Selskabsstyrelsen dog anført, at fusion muligvis ikke, som Krüger Andersen¹³⁸ og Werlauff¹³⁹ gør det, kan vurderes på lige fod med andre definitive kapitaludtræk som udbytte og kapitalnedsættelse.

Til forskel fra udbytteudlodning, så kender kreditorerne ikke risikoen for fusion på forhånd. Fusion er ikke en lige så naturlig del af et selskabs liv, som udbytteudlodning er. Kreditorerne vil først kende fusionsplanen ved dennes offentliggørelse og ikke på tidspunktet for kreditydelsen. Derimod vil enhver kreditor kunne gøre sig bekendt

¹³⁵ Ibid.

¹³⁶ Paul Krüger Andersen, Aktie- og Anpartsselskabsret, 8. udgave, side 568.

¹³⁷ Karnov, note 427 til Aktieselskabsloven.

¹³⁸ Paul Krüger Andersen, Aktie- og Anpartsselskabsret, 8. udgave, side 267 .

¹³⁹ Erik Werlauff, Selskabsret 5. udgave, side 299, og U2001B.381.

med selskabets økonomiske situation, i det mindste som den så ud i forbindelse med årsregnskabet, ligesom enhver kreditor må forvente, at selskabet vil foretage udbytte af dets frie midler.

Medens kreditorerne kender risikoen for udbytteudlodning og sikres en fortrinsstilling i forbindelse med kapitalnedsættelse og likvidation, så overlades vurderingen ved fusion til en tredjemand. Enhver vurdering indebærer et usikkerhedsmoment, og vurderingsmændene kan ikke foretage andet end et kvalificeret skøn¹⁴⁰. Spørgsmålet om kapitalinteressen er således i nogen grad sammenfaldende med spørgsmålet om, hvorvidt vurderingsmændenes ikke-forringelseserklæringer, kan anses som en tilstrækkelig sikring af kreditorerne.

I en afgørelse¹⁴¹ fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fandtes det konkret, at en fusion ville være udtryk for selvfinansiering. Sagen vedrørte salg af aktierne i et dansk selskab (A) til et tysk Aktiengesellschaft (B) for 950 mio. DKK kontant.

Transaktionen tænkte gennemført på følgende måde:

1) B køber/stifter et holdingselskab (C) i Danmark med en aktiekapital på 500.000 DKK.

2) C låner 950 mio. DKK til betaling for samtlige aktier i A.

3) Herefter gennemføres en omvendt lodret fusion mellem C & A, hvorved A er det fortsættende selskab. A forventes på købstidspunktet at have en samlet egenkapital på 520 mio. DKK (aktiekapital på 150 mio. DKK. og fri egenkapital på 370 mio. DKK.). På købstidspunktet nedskriver C sin goodwill med 430 mio. DKK. (købesum 950 mio. DKK. minus egenkapital i A 520 mio. DKK.) direkte over sin egenkapital og fremstår således med en negativ egenkapital på 430 mio. DKK. minus C's oprindelige aktiekapital på 500.000 DKK.

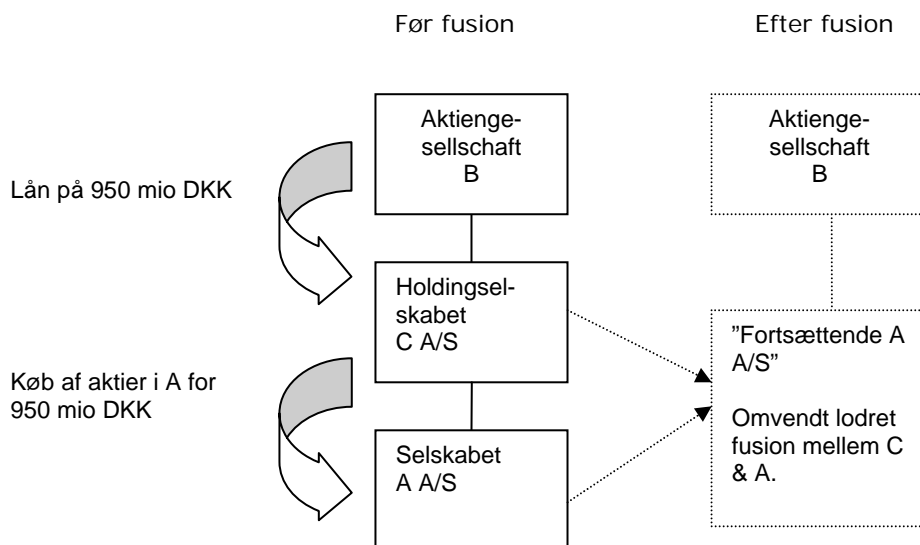
4) Lånet på 950 mio. DKK ydes af B eller af en tysk bank.

5) Det sker med fuld tilbagetrædelseserklæring over for alle nuværende og fremtidige kreditorer.

6) Over for banken afgiver B selvskyldnerkautionserklæring. Der er tale om et langfristet lån på normale rentevilkår og en bestemmelse om, at den ansvarlige lånekapital alene kan tilbagebetales med beløb, der vil kunne udloddes til aktionæren som udbytte. Endvidere vil tilbagebetalingen af lånet med de nævnte midler være betinget af, at Aktieselskabslovens regelsæt vedrørende udlodning således, at bestyrelsen for A skal tiltræde, at tilbagebetaling finder sted.

¹⁴⁰ Bernhard Gomard, Aktieselskaber og Anpartsselskaber, 3. udgave, side 413.

¹⁴¹ Afgørelsen er refereret i Ida Rosenberg m.fl. A/S' loven med kommentarer, side 373f. Desværre er det ikke anført i bogen hvornår afgørelsen er fra.



Som begrundelse for at konstruktionen ikke omfattes af Aktieselskabslovens § 115, stk.2, anførte ansøgeren følgende: At man ved konstruktionen sikrer, at aktiekapitalen i det fortsættende selskab til stadighed er intakt og ikke udholdes over for de nuværende og kommende kreditorer i relation til den ansvarlige lånekapital, ligesom de særlige tilbagetrædelsesbetingelser vil fremgå af kommende årsregnskaber for det fortsættende selskab. At det reelt er aktionæren, altså det tyske Aktiengesellschaft, der bringer et offer i forbindelse med lånets tilbagebetaling, idet aktionæren må afstå fra udbytte. Endelig anførte ansøgeren, at Aktieselskabslovens kapital 15 vedrørende fusioner, giver selskabets kreditorer og aktionærer den af lovgivningen påtænkte beskyttelse.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fandt dog, at konstruktionen var i strid med selvfinansieringsforbuddet, da målselskabet, A, stillede midler til rådighed i forbindelse med aktieerhvervsen. Dette blev begrundet med, at tilføjelsen i 1982-loven af "at stille midler til rådighed" sammenholdt med motivudtalelserne om, at "enhver finansiering af køb af aktier" ville være omfattet, medførte, at fusionsbestemmelserne i Aktieselskabslovens kapitel 15 ikke kunne anses som udtømmende i forhold til Aktieselskabslovens § 115, stk. 2.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsens begrundelse er ikke overbevisende. Det er ikke let at se, hvorfor netop fusionskapitlet ikke er udtømmende, medens omvendt reglerne om udbytte og kapitalnedsættelse ikke kan statuere selvfinansiering. Som konstruktionen er anlagt, med fuld tilbagetrædelse for nuværende og fremtidige kreditorer, synes der heller ikke konkret at kunne peges på en risiko for kapitalinteressen. Afgørelsen har da også været genstand for en del kritik. Krüger Andersen¹⁴² anfører, at fusionsreglerne yder en tilstrækkelig beskyttelse, og afgørelsen derfor medfører en nærmest vilkårlighed i afgrænsning af hvilke kapitaludtræk, der er omfattet af selvfinansieringsforbuddets rækkevidde.

¹⁴² Paul Krüger Andersen, Aktie- og Anpartsselskabsret, 8. udgave, side 266.

Problemet med afgørelsen består i, at selvfinansieringsforbuddet er objektivt. Hvis fusion anses som ”at stille midler til rådighed” i ét tilfælde, fordi vurderingsmandsrapporten i almindelighed ikke yder den tilstrækkelige beskyttelse, må der nødvendigvis foreligge selvfinansiering i ethvert lånefinansieret fusionstilfælde mellem forbundne selskaber. Derfor er kritikken berettiget.

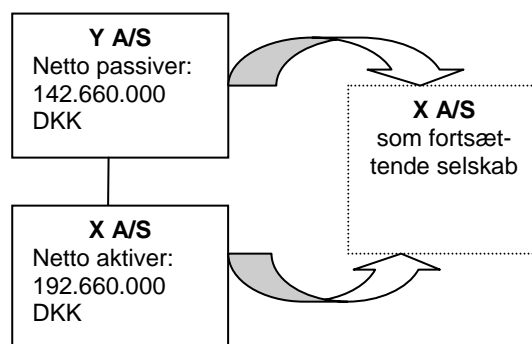
Anlægges en sådan objektiv vurdering, vil det ikke være muligt for et fortsættende selskab at finansiere en fusion, eller et forudgående opkøb af det ophørende selskabs aktier, gennem lån.

Omvendt er det klart, at fusionsreglernes ordning potentielt kan medføre en større risiko for kapitalinteressen, end udbytte, kapitalned-sættelse og likvidation. Det er antagelig dette forhold, der gør, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen finder, at fusion *kan* tænkes at være udtryk for selvfinansiering.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har opretholdt denne praksis i en afgørelse fra 2. februar 2001¹⁴³.

Ejerne af X havde aftalt med ledelsen i X at etablere selskabet Y med henblik på at opkøbe samtlige aktier i X. Y blev etableret med en aktiekapital på 40 mio. DKK og en egenkapital på 50 mio. DKK. Ud over disse 50 mio. DKK blev opkøbet af X finansieret ved et lån fra en bank.

Herefter erhvervede Y den samlede aktiekapital i X, hvorefter skattemyndighederne blev søgt om tilladelse til omlægning af regnskaberne med henblik på sambeskatning af selskaberne. Skattemyndighederne gav afslag herpå med det resultat, at det først var muligt at sambeskatte selskaberne fra og med d. 1. oktober 2001. Det besluttedes derfor at fusionere selskaberne med X som det fortsættende selskab. Y havde anskaffet aktier i X for i alt 192.660.000 DKK. Heraf var 50.000.000 DKK finansieret ved egenkapitalen. De resterende 142.660.000 var finansieret gennem lån i banken. Efter det oplyste, havde Y ikke andre indkomstkilder end investeringen i X. Midler til forrentning af lånet på 142.660.000 DKK og tilbagebetaling heraf kunne således kun komme fra X. Ved en fusion ville tilbagebetalingsforpligtelsen reelt overføres fra Y til X, som var det eneste selskab med en indtægtsgivende aktivitet.



Styrelsen nægtede at registrere fusionen, og lagde vægt på, at X påførtes en yderligere gæld på 142.660.000 DKK. Selskabet blev der-

¹⁴³ Afgørelsen er refereret i Tidsskrift for Selskabsret, nr. 4, 2001, side 467.

imod ikke tilført nogen aktiver ved fusionen, hvorfor det reelt blev 142.660.000 DKK fattigere. Styrelsen lagde i sin afgørelse blandt andet vægt på, at kreditorerne ved fusion ikke har mulighed for, på forhånd, at vurdere en fusions betydning for deres fordringers stilling, hvorimod en kreditor ville kende risikoen for udbytteudlodning og have fortrinsstilling ved kapitalnedsættelse.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis tyder på, at fusioner, der er tilrettelagt således, at et af de deltagende selskaber har erhvervet aktierne i det andet selskab, uden dog at være i stand til at finansiere denne overtagelse i kraft af egne indtægter, ikke lovligt skal kunne gennemføres.

En fusion vil ikke være udtryk for hverken lån, sikkerhed eller en forskudsydelse. Derfor vil fusionstilfældet ikke være omfattet af Kapitaldirektivets art 23, stk.1. Det vil derfor i sidste ende være op til domstolene at afgøre, om Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis er den rette fortolkning af § 115, stk. 2. En fusion er derfor en ydelse, der falder uden for direktivet, men jf. Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis, inden for Aktieselskabslovens § 115, stk.2

Det fremgår af afgørelsen, at Styrelsen i relation til den påtænkte fusion særligt inddrager erhververens hensigt på erhvervelsestidspunktet. Styrelsen anfører, at denne subjektive vurdering er tungtvejende i vurderingen. En sådan tilgang ligger i forlængelse af Vestre Landsrets udtalelser i U1999.1429 VLK, der betonede, at det er afgørende om der i opkøbs- eller salgsøjeblikket er ydet lån, stillet sikkerhed eller midler til rådighed.

Det må dog lægges til grund, at fusioner som udgangspunkt *ikke* er omfattet af selvfinansieringsforbuddet, men at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen kun forbeholder sig ret til konkret at nægte en fusion, når dispositionen medfører en vis begrundet risiko for kapitalen. Dette er fx tilfældet ved fusioner, der ikke har nogen forretningsmæssig begrundelse, men alene foretages af finansielle hensyn, som i den sidste afgørelse.

Afgørelserne viser imidlertid ikke direkte, i hvilket omfang ikke-forringelseserklæringerne er en tilstrækkelig beskyttelse af kapitalinteressen. Hvis Erhvervs- og Selskabsstyrelsen ikke fandt, at der i de fortsættende selskaber ville være tilstrækkelig likviditet i behold til at sikre kreditorerne, burde Styrelsen rettelig have påpeget dette i sine afgørelser. Som afgørelserne er udformet, er det vanskeligt pege på afgørelsernes *ratio decidendi*, der kan fungere som rettesnor for lignende fusioner i fremtiden. Det kan ikke afvises, at særligt den sidste afgørelse fra februar 2001 også har været båret af omgåelseshensyn, derved at det erhvervende selskab ikke havde nogen selvstændig og indtægtsgivende drift, og en ansøgning om sameskatning forinden var blevet afslået.

Anders Braad og Claus Nielsen¹⁴⁴ mener antageligvis, at fusioner som udgangspunkt er omfattet af forbuddet. Denne opfattelse medfører, at enhver lånefinansieret fusion vil være forbudt, uanset at den konkret ikke repræsenterede nogen risiko for kapitalen. Dette strider mod den konsekvens, som må lægges ind i Aktieselskabsloven.

¹⁴⁴ Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, nr. 4, 2001, side 469.

Ved at indlægge detaljerede kauteler i fusionsreglerne, der skal sikre kapitalinteressen, må det antages, at der som udgangspunkt er gjort op med den beskyttelse, som er nødvendig. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen foretager da også netop en *konkret* vurdering af risikoen og erhververens hensigt i de enkelte afgørelser. Synspunktet må derfor afvises. Det forholder sig som anført lige omvendt. Fusioner er som udgangspunkt ikke omfattet af bestemmelsen, men Erhvervs- og Selskabsstyrelsen forbeholder sig konkret ret til at nægte fusion.

Konklusionen er vanskelig. På den ene side varetager Erhvervs- og Selskabsstyrelsens en række saglige hensyn, der ligger tæt op af formålet med bestemmelsen, og på den anden side medfører selv samme praksis, da bestemmelsen er objektiv, at enhver lånefinansieret fusion principielt må nægtes. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen praksis, hvor kun konkret angribelige fusioner nægtes, harmonerer dårligt med bestemmelsens objektive udformning. Det synes derfor heller ikke holdbart at anse vurderingsmændene som en haltende beskyttelse, der kun nogle gange repræsenterer en tilstrækkelig beskyttelse. Werlauff og Krüger har derfor en pointe, når de påpeger det problematiske i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis.

Sammenfattende kan det siges, at bestemmelsens ordlyd ikke giver grundlag for en sådan subjektiv vurdering, hvor kun nogle fusioner er omfattet, men retslivets praktiske konstruktioner har, som illustreret i den sidste afgørelse, vist et behov herfor. Da fusion hverken er en forskudsydelse, lån eller sikkerhed, er der tale om en ydelse, der ligger udenfor minimumsdirektivets rækkevidde. Lovligheden i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis vil derfor i sidste ende skulle fastlægges af de danske domstole og ikke EF-domstolen.

4. Konklusion og perspektiv

Formålet med denne afhandling var at redegøre for rækkevidden af selvfinansieringsforbuddet særligt med henblik på efterfølgende dispositioner.

Det er påvist i afhandlingen, at selvom der består en nær sammenhæng mellem reglerne om aktionærlån og selvfinansieringsforbuddets regler om lån og sikkerhedsstillelse, så rummer bestemmelserne også en række forskelle. Således kan der ikke ydes lån til moderselskaber i forbindelse med erhvervelse af aktier i et datterselskab. Dette betyder, at et moderselskab i et vist tidsrum efter en erhvervelse af aktier i datterselskabet, hvad enten der er tale om konsoliderende opkøb eller take-over, er afskåret fra at optage et lån i selskabet. Et sådan forbud indebærer særligt et problem, når selskabet indtræder i en koncern, hvis likviditet styres gennem en cash pool-ordning. Afhængig af hvordan aktietransaktionen er finansieret, vil et datterselskab derfor kunne risikere at stå på finansielt stand-by i koncernen i en længere periode. Endvidere vil både lån til eje og lån til brug kunne aktualisere selvfinansieringsforbuddet. Herved adskiller selvfinansie-

ringsforbuddet sig yderligere fra aktionærlånsreglerne, der ikke antages at realiseres ved lån til brug¹⁴⁵.

Gennemgangen har vist, at bestemmelsen om ”at stille midler til rådighed”, ikke skal fortolkes efter dens objektive ordlyd. Reglen er en kapitalbeskyttelsesregel, og skal fortolkes i overensstemmelse hermed. Dette medfører, at ”stille midler til rådighed”, nu for tiden, må fortolkes indskrænkende af de retsudøvende myndigheder¹⁴⁶, således at dispositioner, der allerede må anses som tilstrækkeligt beskyttede gennem de respektive bestemmelser herom i Aktieselskabsloven, ikke omfattes af selvfinansieringsforbuddet. På denne baggrund kan udbytte, kapitalnedsættelse og likvidation ikke udgøre selvfinansiering. Hermed bringes den danske forståelse af forbuddet i overensstemmelse med den forståelse, der findes i de øvrige EU-landes direktivoversættelser og i Norge. Andre dispositioner, der ikke har modsvarende kapitalbeskyttelsesregler, vil derimod kunne udgøre selvfinansiering. Kernen i at ”stille midler til rådighed” er forskudsydelse. Afholdelse af transaktionsomkostninger på vegne af køber vil også kunne udgøre en ulovlig forskudsydelse som illustreret i den britiske Chaston-dom. Men forbuddet er ikke begrænset hertil. Det følger af Konsulentdommen, U1997.444H, at også andre dispositioner, kan realisere indholdet af forbuddet.

Selvfinansieringsforbuddet omfatter såvel den lille aktieoverdragelse som den store. Det er påvist, at direktivet stiller sig hindrende overfor de minimis-betragtninger. Da der er tale om et minimumsdirektiv, vil det heller ikke være muligt for de danske domstole, uden en præjudiciel forelæggelse for EF-domstolen, at lette på bestemmelsens objektive omfang, når der er tale om lån, sikkerhedsstillelse og forskudsudlister.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis viser, at også fusioner kan tænkes at være omfattet af ”midler, der stilles til rådighed”. På baggrund af to afgørelser ser det ud til, at Styrelsen forbeholder sig ret til at nægte en fusion, når det erhvervende selskab ikke i kraft af en egen indtægt ville kunne finansiere erhvervets af det ophørende selskab. En sådan fusion medfører ikke nødvendigvis, at det fusionerede selskab ikke har tilstrækkelig likviditet i behold til at sikre kreditorerne, jf. Aktieselskabslovens § 134c, stk. 4. Styrelsens praksis imødekommer et praktisk problem i omgåelsestilfælde, men det synes ikke at være klar hjemmel for denne praksis, hvor der ikke er tale om omgåelsehensigt.

Selvfinansieringsforbuddet indebærer dog også en beskyttelse af kapitalen i overensstemmelse med nyere selskabsretlig teori. Selvfinansieringsforbuddet lægger hindringer i vejen for, at ledelsen i et selskab kan favorisere én byder frem for en anden i forbindelse med contested takeovers. Herved hjælper selvfinansieringsforbuddet med til at sikre, at ledelsen forholder sig loyalt overfor alle bud til glæde for selskabets aktionærer¹⁴⁷. Selvfinansieringsforbuddet er anskuet fra denne

¹⁴⁵ Paul Krüger Andersen, *Aktie- og Anpartsselskabsret*, 8. udgave, side 264.

¹⁴⁶ Ussing, *Obligationsretten, Almindelig Del 4*, udgave, 1967, side 2.

¹⁴⁷ Principal/agent teorien, der tilsiger at de selskabsretlige regler bør indrettes således, at aktionærene har mulighed for at kontrollere ledelse og at dette skal ske

vinkel i god overensstemmelse med de anbefalinger, som også findes i Nørby-udvalgets rapport om god selskabsledelse¹⁴⁸, samt de pligter, der påhviler bestyrelsen i forbindelse med frivillige- og pligtmæssige tilbud, jf. værdipapirhandelslovens § 32, stk. 3.

Selvfinansieringsforbuddet rummer dog stadig en række usikkerhedsmomenter. Dette er uheldigt ud fra et retssikkerhedsmæssigt synspunkt. Ikke mindst fordi overtrædelse af bestemmelsen er straf-sanktioneret jf. Aktieselskabslovens § 161, stk.1 & 2. Strafferettens legalitetsprincip tilsiger, at der ikke indlægges mere i gerningsindholdet end ordlyden med sikkerhed kan bære¹⁴⁹. Så længe bestemmelsens rækkevidde ikke er endelig fastlagt, vil det ikke være muligt med sikkerhed at anvise en farbar vej for et selskabs ledelse, fx i forbindelse med en takeover og en efterfølgende fusion.

Selvfinansieringsforbuddet, som det er udformet i dag, medfører ikke altid en sikring af den kapitalinteresse, som bestemmelsen ellers var tiltænkt at beskytte. Det lovforberedende udvalg i England, The Jenkins Committee, beskrev da også den oprindelige britiske bestemmelse som: ”an occasional embarrassment to the honest without being a serious inconvenience to the unscrupulous”¹⁵⁰.

I erkendelse af de problemer, det rigide forbud fører med sig, foregår der til stadighed reformarbejder i EU. Som led heri er der således udgivet den såkaldte SLIM-report¹⁵¹. Det er heri forslået, at selvfinansiering skulle være lovlig, når det kunne rummes inden for de frie midler¹⁵². Lignende forslag har Erhvervs- og Selskabsstyrelsen stået fader til i forbindelse med regulering af lån til udenlandske moderselskaber¹⁵³, og samme løsning anvendes i Norge som rammen for lovlig aktionærlån¹⁵⁴. EU-kommissionen har i oktober 2004 fremlagt et nyt forslag til Kapitaldirektivet¹⁵⁵.

Forslaget til Direktivet lyder:

”Aktieselskaber bør kunne yde finansiel bistand, hvor en tredjemand køber deres aktier, op til en grænse svarende til selskabets frie reserver, således at der skabes øget fleksibilitet med hensyn til ændringer i ejerstrukturen i selskabets aktiekapital. Denne mulighed bør ledsages af sikkerhedsforanstaltninger i direktivets beskyttelse af både aktionærer og tredjemand”¹⁵⁶.

med mindst mulige omkostninger. Paul Krüger Andersen, Aktie- og Anpartsselskabsret, 8. udgave, side 41.

¹⁴⁸ Se www.corporategovernance.dk.

¹⁴⁹ Michael Serup, U1996B.72.

¹⁵⁰ Eilis Ferran, Company Law and Corporate Finance, Oxford, side 377.

¹⁵¹ Simplification of the Legislation on the Internal Market process.

¹⁵² Eilis Ferran, Simplification of The European Law on Financial Assistance, European Business Organization Law Review, 2005.

¹⁵³ Erhvervs- og Selskabsstyrelsens rapport og analyse om lån til udenlandske moderselskaber, 2002.

¹⁵⁴ Aksjeloven: § 8-7. Selskapet kan bare gi kreditt til eller stille sikkerhet til fordel for en aksjeeier eller noen av aksjeeierens nærstående innenfor rammen av de midler som selskapet kan benytte til utdeling av utbytte, og bare når det stilles betryggende sikkerhet for kravet på tilbakebetaling eller tilbakesøkning. Se www.lovddata.no

¹⁵⁵ Nils Kjellegaard Jensen, Selskabsretlig Håndbog, -u-/lovligt Kapitaludtræk i A/S og ApS.

¹⁵⁶ Forslaget kan ses på

Samtidig foreslås det, at selskabet også kan opkøbe egne aktier i et omfang svarende til de frie midler. Det nye forslag følger op på SLIM-rapporten fra 2003, der sigtede på at smidiggøre den fællesskabsretlige regulering. Det er en betingelse, for finansieringen af tredjemands erhvervelse af aktier i selskabet, at dette forudgående er godkendt af generalforsamlingen¹⁵⁷. Endvidere stilles betingelser om visse solvenskrav¹⁵⁸. Kommissionens forslag er imidlertid stadig langt mere rigidt, end det forslag, som fulgte efter SLIM-rapporten. Indbygget i kommissionens forslag ligger en yderst tidkrævende proces, der vil være meget omkostningstung, og som udsætter selskabets ledelse for et personligt ansvar. Af samme grund forventes ændringsforslaget, såfremt det vedtages, næppe at få særlig stor praktisk relevans¹⁵⁹.

Litteraturfortegnelse

- Andersen, Paul Krüger, *Aktie- og Anpartselskabsret*, 8. udgave, 2004
Andersen, Paul Krüger & Clausen, Nis Jul, *Børsretten*, 2. udgave, 2003
Andersen, Paul Krüger, *Studier i Dansk Koncernret*, 1997
Ankær Thomsen, Jørn, *Revision og Regnskabsvæsen*, nr. 2, 1990, *Kan man anvende et A/S' egne midler til erhvervelse af aktier i selskabet?*
Betænkning 362, *Revision af aktieselskabslovgivningen*, 1964
Betænkning 540, *Fællesnordisk betænkning om aktieselskabsloven*, 1969
Betænkning 690, *Om Boss-affæren*, 1973
Braad, Anders & Nielsen, Claus, *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, nr. 4, 2001, side 455ff
Christensen, Jan Schans, *Contested Takeovers in Danish Law*, 1991
Dalberg-Larsen, Jørgen & Evald, Jens, *Rettens Ansigter*, 1998
Danielsen, Jens Hartig, *Parallelhandel og varernes frie bevægelighed*, 2005
Davies, Paul, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6. udgave, 1997.
Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, *Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber*, 2002
EU-kommissionens forslag til direktiv, *Companies' capital formation, maintenance and alteration*, 2004.
Evald, Jens, *Retskildernde og den juridiske metode*, 2. udgave, 2000
Ferran, Eilis, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999

http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/capital/2004-proposal/proposal_da.pdf.

¹⁵⁷ Eilis Ferran, *Simplification of The European Law on Financial Assistance*, *European Business Organization Law Review*, 2005.

¹⁵⁸ I forslaget kaldet "solvency tests".

¹⁵⁹ Eilis Ferran, *Simplification of The European Law on Financial Assistance*, *European Business Organization Law Review*, 2005.

Ferran, Eilis, Cambridge Law Journal, Marts 2004, Vol. 63, part one, side 225, *Corporate Transactions and Financial Assistance: Shifting Policy Perceptions but Static Law*.

Ferran, Eilis, European Business Organization Law Review, 2005, side 93, *Simplification of European Law on Financial Assistance*.

Folketingstidende 1981/1982, Tillæg A bind III, spalte 2849ff

Folketingstidende 1972/73, Tillæg A bind II, spalte 4522ff

Garde, Jens Forvaltningsret, Almindelige Emner 3. udgave

Giertsen, Johan, Revisjon og Regnskap, nr. 6, 2002, side 18ff

Giertsen, Johan, *Selskabsfinansierede Aksjeerhverv*, Bergen, 1996

Gomard, Bernhard, *Selskabsretten*, 1999

Gomard, Bernhard, *Obligationsret*, 1998

Gomard, Bernhard, *Obligationsret 2 del*, 3. udgave, 2003

Hansen, Søren Friis & Sørensen, Karsten Engsig, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2002, nr. 3, *Reform af selyfinansieringsforbudet*.

Jacobsen, Søren Vandsø & Schmidt, Christian Lindekilde, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, nr. 4, 2002, *Cash pooling i selskabsretlig belysning*.

Jensen, Jens Steen, Revision og Regnskabsvæsen, nr. 10, 2001, side 16, *Grænseoverskridende koncernfinansiering*.

Jensen, Nils Kjellegaard, *Selskabsretlig Håndbog (U)lovligt kapitaludtræk I A/S og ApS*, 2005

Jensen, Nils Kjellegaard, Revision og Regnskabsvæsen, nr. 3, 2004, side 44

Jones, Alison & Sufrin, Brenda, *EC Competition Law*, Oxford, 2001

Nielsen, Ruth, *EU retten*, 3. reviderede udgave, 2002

Rasmussen, Jens Chr. Hesse, Revision og Regnskabsvæsen, nr. 3, 1998, side 30, *Management buy out – særlige juridiske problemstillinger*.

Rosenberg, Ida & Sneholt, Lone & Thomsen, Niels, *A/S' loven med kommentarer*, 6. udgave 1997.

Ross, Alf, *Om Ret og Retfærdighed*, 1953,

Serup, Michael, *Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet*, U1996B.72.

Sørensen, Niels Bang, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, nr. 4, 2004, *Aktionærlån i praksis*

Thomsen, Britta K., *Reglerne om aktionærlån i selskabsretlig belysning*, Justitia nr. 5, 1992

Ussing, Henry, *Obligationsretten*, Almindelig Del 4. udgave, 1967

Werlauff, Erik, *Selskabsret*, 5. udgave 2004

Werlauff, Erik *Selyfinansierende aktieovertagelse*, Juristen, nr. 6, 1992, side 282

Werlauff, Erik, *Efterfinansierede aktiekøb*, TfS 2004.623

Werlauff, Erik, *Efterfinansierede aktiekøb*, U.2001B.381