

# Selvfinansiering i selskabsretten

- Selvfinansiering i komparativt perspektiv

## Legal Financial assistance

- Legal financial assistance in comparative perspective

AF JONAS SKOU HOLLAND

*Dansk selskabsret har længe kendt et forbud mod selvfinansiering. Dette forbud er med ændringen af 2. Selskabsdirektiv og ikrafttræden af Selskabsloven i januar 2010 blevet lempet således, at selskaber nu lovligt kan stille midler til rådighed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet, forudsat at de i loven opstillede betingelser er opfyldt. I dette speciale foretages en analyse af betingelserne for lovlig selvfinansiering med henblik på at uddybe og klarlægge deres materielle indhold, samt vurdere om reglerne er egnede til at realisere det formål, hvortil de er skabt; nemlig at give selskaberne større fleksibilitet i fastlæggelsen af deres ejerstruktur. Til formål herfor foretages en komparativ analyse af selvfinansieringsreglerne i Norge, Sverige og England, hvor de enkelte landes selvfinansieringsregler blotlægges og sammenholdes med dansk ret. Specialet konkluderer, at selvfinansiering er reguleret ganske uensartet i de udvalgte lande, hvilket primært skyldes de usikkerheder, der er knyttet til lempelsesreglernes materielle indhold samt landenes forskellige syn på kapitalbeskyttelses-regimet. På baggrund af analysen af de enkelte betingelser er det specialets hovedkonklusion, at betingelserne for ydelse af lovlig selvfinansiering indebærer sådanne betydelige omkostninger og fortolkningsmæssige usikkerheder for selskaberne, at selvfinansiering næppe kan tilskrives nogen større værdi som finansieringsform ved fremtidig tredjemands erhvervelse af kapitalandele i danske selskaber.*

## Indholdsfortegnelse

### Kapitel I.

1. Indledning .....	3
1.1. Valg af emne .....	3
1.2. Problemformulering .....	3
1.3. Afhandlingens opbygning og afgrænsning .....	4
1.4. Metodevalg .....	5
1.5. Selvfinansieringsforbuddets danske udviklingshistorie .....	5
2. Selvfinansiering i EU-retligt perspektiv .....	7
2.1. Den hidtidige og nuværende EU-retlige regulering .....	7
2.2. SLIM-Projektet .....	10
2.3. High Level Group of Company Law Experts .....	10
2.4. Lempelse af forbuddet – Direktiv 2006/68/EF art. 23, stk. 1. ....	11
2.5. Den danske implementering – Moderniseringsudvalget .....	12

## **Kapitel II.**

3. Komparativ analyse af selvfinansieringsreglerne i udvalgte lande .....	13
3.1. Sverige .....	13
3.1.1. Den historiske baggrund .....	13
3.1.2. Indholdet af de svenske regler.....	14
3.1.3. Baggrunden for opretholdelse af det svenske forbud .....	15
3.1.4. Liberalisering af forbuddet.....	16
3.1.5. Sammenfatning.....	17
3.2. Norge.....	17
3.2.1. Norge og EU/EØS.....	17
3.2.2. Den historiske baggrund .....	17
3.2.3. Indholdet af de norske regler .....	18
3.2.4. Baggrunden for opretholdelse af det norske forbud.....	20
3.2.5. Sammenfatning.....	21
3.3. England.....	22
3.3.1. Den historiske baggrund .....	22
3.3.2. Indholdet af de Engelske regler .....	23
3.3.3. Baggrunden for det Engelske ønske om en lempelse af forbuddet.....	27
3.3.4. Sammenfatning .....	28

## **Kapitel III.**

4. Betingelserne for lovlig selvfinansiering.....	29
4.1. Generelt om betingelserne.....	29
4.2. De enkelte betingelsers nærmere indhold.....	29
4.2.1. Skriftlig redegørelse udarbejdet af det centrale ledelsesorgan samt offentliggørelse heraf.....	29
4.2.2. Baggrunden for forslaget om selvfinansiering .....	31
4.2.3. Selskabets interesse i selvfinansieringen .....	31
4.2.4. Betingelser for selvfinansieringens gennemførelse .....	34
4.2.4.1. Likviditets- og solvensmæssige konsekvenser for selskabet.....	34
4.2.4.2. Tredjemands pris for kapitalandelene.....	35
4.2.5. Generalforsamlingens godkendelse .....	36
4.2.5.1. Generalforsamlingens vedtagelseskrav.....	37
4.2.5.2. Habilitetsmæssige overvejelser .....	38
4.2.6. Kreditvurdering af modtagerkredsen.....	38
4.2.7. Forsvarligt inden for de frie reserver .....	41
4.2.7.1. Selskabet som moderselskab .....	43
4.2.7.2. Regnskabsmæssige konsekvenser .....	43
4.2.8. Sædvanlige markedsvilkår .....	43
4.2.8.1. Udblik til skatteretten.....	45
5. Efter finansiering – et alternativ til lovlig selvfinansiering? .....	47

## **Kapitel IV**

6. Sammenfatning og komparativ perspektivering .....	48
Litteraturliste .....	52

# Kapitel I.

## 1. Indledning

### 1.1. Valg af emne

Dansk selskabsret har længe kendt et forbud mod, at selskaber stiller midler til rådighed, yder lån eller stiller sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet. Dette forbud er kendt som »selvfinansieringsforbuddet«.

Formålet med selvfinansieringsforbuddet er at hindre, at et selskab deltager i finansieringen af sin egen overtagelse med deraf følgende risiko for tab for selskabets kreditorer og andre interessenter.<sup>1</sup>

Udviklingen i de finansielle behov i forbindelse med erhvervslivets strukturtilpasninger har imidlertid vist, at der kan opstå situationer, hvor det kan være i et selskabs interesse at medvirke til selvfinansiering. Dette har ført til, at der på europæisk plan – med ændring af 2. Selskabsdirektivs art. 23 i 2006<sup>2</sup> – er lempet på det absolutte selvfinansieringsforbud. Direktivændringen gør det muligt for medlemsstaterne at tillade økonomisk bistand til erhvervelse af kapitalandele i selskabet, forudsat at visse nærmere betingelser er opfyldt.

Danmark valgte i 2009 – med vedtagelse af Selskabslovens §§ 206, stk. 2 og 207-209<sup>3</sup> – at implementere de muligheder, som direktivændringen medførte. Selvfinansiering kan i dag lovligt ydes, såfremt de i Selskabsloven opstillede betingelser er opfyldt.

De betingelser, som selskabsloven opstiller, og den proces, som selskabet må gennemføre, er imidlertid forbundet med usikkerhed og uklarhed. Bestemmelsernes rækkevidde og fortolkning er ikke endelig klarlagt i retslitteraturen, og domstolene har endnu ikke haft mulighed for at fastlægge dette gennem praksis. Dette sammenholdt med, at reglerne har karakter af præceptive værnsregler, hvis manglende overholdelse gør en ydet selvfinansiering ulovlig og potentielt erstatningsudløsende for selskabets centrale ledelsesorgan, aktualiserer en analyse af betingelsernes materielle indhold og fortolkning.

### 1.2. Problemformulering

Denne afhandling har til hensigt at beskrive og analysere de i dansk ret gældende regler for lovlig selvfinansiering med henblik på at uddybe og klarlægge deres materielle indhold samt komme med fortolkningsbidrag i denne henseende. Til formål herfor analyseres og sammenlignes mulighederne for ydelse af lovlig selvfinansiering i svensk, norsk og engelsk ret med henblik på at illustrere, hvordan selvfinansiering anvendes og fortolkes i disse lande.

---

<sup>1</sup> Taiger Ivø, Selskabsstatuttet, s. 306.

<sup>2</sup> Direktiv 2006/68/EF.

<sup>3</sup> Jf. Lov nr. 470 af 12. juni 2009, der bygger på lovforslag L 170 af 25. marts 2009.

### 1.3. Afhandlingens opbygning og afgrænsning

Afhandlingen er bygget op over fire kapitler. I kapitel I gives indledningsvist en kort redegørelse af selvfinansieringsforbuddets historiske udvikling i henholdsvis Danmark og EU. Den eksisterende praksis og litteratur om selvfinansieringsforbuddet illustrerer, at en fuldstændig redegørelse for dette vil være særdeles omfattende og sprænge rammerne for dette speciale betydeligt. Den historiske gennemgang begrænses derfor til de overordnede linjer.

I afhandlingens kapitel II foretages en komparativ analyse<sup>4</sup> af forholdene i Norge<sup>5</sup>, Sverige og England. Formålet er at belyse forskelle og ligheder mellem selvfinansieringsreglerne i de udvalgte lande og Danmark, herunder særligt at illustrere, hvordan andre lande har indført undtagelser til selvfinansieringsforbuddet, og hvis ikke, baggrunden herfor. Da afhandlingen må begrænses til det overkommelige, er der ikke tilsigtet en udtømmende behandling af reglerne i de respektive lande. Dog vil reglerne i England blive behandlet lidt dybere, dels fordi det er her selvfinansieringsforbuddet har sin oprindelse, og dels fordi England er et ikke-skandinavisk land, hvorfor det nordiske retssamarbejde ikke har haft nogen indflydelse på udformningen af Englands regler om selvfinansiering.

I afhandlingens kapitel III gennemgås de danske reglers enkelte betingelser med henblik på at afdække deres nærmere indhold og fortolkning. Herunder behandles også spørgsmålet om »efterfinansiering«. Efterfinansiering som finansieringsform vil ikke blive beskrevet i dybden. Formålet er alene at vurdere, om denne finansieringsform udgør et alternativ til selvfinansiering.

Afhandlingens kapitel IV vil afslutningsvist foretage en sammenfatning og komparativ perspektivering af selvfinansieringsreglernes anvendelighed med det formål at vurdere, om reglerne er egnede til at realisere de mål hvortil de er skabt, nemlig at give selskaberne øget fleksibilitet i fastlæggelsen af deres ejerstruktur. Ligeledes vil også visse »de lege ferenda-betragtninger« blive gjort.

Tidsmæssigt afgrænses afhandlingen til det tidspunkt, hvor generalforsamlingen godkender forslaget om selvfinansiering. Hvorvidt selvfinansieringen skal ske ved erhvervelse af allerede udstedte kapitalandele eller ved en rettet emission vil derfor ikke blive behandlet.<sup>6</sup> Af samme årsag vil en gennemgang af konsekvenserne af ulovligt ydet selvfinansiering heller ikke blive foretaget. Enkelte steder vil der blive henvist til, at selskabets centrale ledelsesorgan kan ifalde et erstatningsansvar for manglende opfyldelse af

---

<sup>4</sup> For en beskrivelse af reglerne i Tyskland og USA se Cahn and C. Donald, *Comparative Company Law*, s. 849ff. Reglerne i Holland og Belgien med henvisninger til Frankrig, Italien og Spanien er beskrevet i Andenæs & Wooldridge, *European Comparative Company Law*, s. 246ff. En beskrivelse af finsk ret findes i 2008:10 »Genomförandet i Finland av ändringen av EUs andra bolagsrättsliga direktiv«. Se også Hooft, *European Company Law* 8, no. 4, 2011. Henvisninger til andre lande vil forekomme.

<sup>5</sup> En udførlig behandling af det norske selvfinansieringsforbud findes hos Giertsen, *Selskabsfinansierede aksjeerhverv*. En nyere behandling findes hos Sjøfjell i NTS2009.1-2.

<sup>6</sup> Herom kan bl.a. henvises til Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 418 samt Melander i ET2007, nr. 3 s. 175-184.

lovens betingelser. Formålet er disse steder alene at påpege det overordnede ansvar, der påhviler det centrale ledelsesorgan i forbindelse med selvfinansieringsprocessen. En nærmere erstatningsretlig behandling af disse spørgsmål vil derfor ikke blive foretaget.

Afhandlingen kan selvsagt ikke gå i dybden med alle situationer og områder, på hvilke spørgsmålet om selvfinansiering kan blive aktuelt. Tværfaglige problemstillinger inden for skatteretten, børsretten samt reglerne om aktionær-, koncern- og moderselskabslån vil derfor kun blive inddraget i begrænset omfang.

#### 1.4. Metodevalg

Det teoretiske udgangspunkt er den »retsdogmatiske metode«. <sup>7</sup> Afhandlingen vil med udgangspunkt heri foretage en analyse af gældende ret ved systematisk at gennemgå retskilderne. <sup>8</sup> Arbejdet vil basere sig på såvel dansk som udenlandsk faglitteratur af både nyere og ældre dato, samt på juridiske artikler og betænkninger med tilknytning til selvfinansieringsproblematikken. Som fortolkningsbidrag vil forarbejderne til de nuværende og tidligere selskabsretlige love blive inddraget i vidt omfang. Der vil ligeledes blive inddraget retspraksis fra såvel Danmark som udlandet, hvor dette virker afklarende.

#### 1.5. Selvfinansieringsforbuddets danske udviklingshistorie

Forud for vedtagelsen af selskabsloven i 2009 herskede i Danmark et fuldstændigt forbud mod selvfinansiering, jf. dagældende aktieselskabslovs § 115, stk. 2 og anpartsselskabslovs § 49, stk. 2. Forbuddet indførtes i Danmark med aktieselskabsloven i 1973 og blev for aktieselskaber direktivbundet, <sup>9</sup> jf. 2. Selskabsdirektiv art 23. Danmark valgte på frivillig basis også at lade forbuddet gælde for anpartsselskaber. <sup>10</sup>

Allerede før Danmarks medlemskab af det daværende EF drøftedes selvfinansieringsforbuddet i det udkast til en ny aktieselskabslov, der blev fremlagt i Danmark i 1964. <sup>11</sup> Sigtet med forbuddet var, navnlig i lyset af det såkaldte »Boss-sagskompleks«, <sup>12</sup> at undgå, at selskaber bidrog til finansiering af deres egen overtagelse.

Det nuværende danske selvfinansieringsforbud udspringer af 2. Selskabsdirektiv, som fastsætter de grundlæggende regler for aktieselskabers kapital. <sup>13</sup> Direktivet indeholder et sammenhængende sæt af regler om kreditor- og minoritetsbeskyttelse. Denne beskyttelse kan samlet betegnes som »kapitalbeskyttelsesregimet«. <sup>14</sup>

---

<sup>7</sup> Blume, Juridisk metodelære, s. 142f.

<sup>8</sup> Ussing, Dansk obligationsret, s. 2.

<sup>9</sup> Krüger Andersen, Aktie-anpartsselskabsret, s. 32.

<sup>10</sup> Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, s. 556.

<sup>11</sup> Betænkningen 362/1964, s. 132 og nr. 540/1969 s. 159. Se også Serup i U1996.B.72., s. 75f.

<sup>12</sup> Et sagskompleks fra 1970'erne omhandlende en række selskabstømmersager. En gennemgang findes i betænkning 690/1973 (Boss of Scandinavia). Se herom Friis Hansen & Engsig Sørensen i NTS2002:3, s. 355.

<sup>13</sup> Krüger Andersen, Aktie-anpartsselskabsret, s. 32.

<sup>14</sup> Se om dette kapitalregime hos Krüger Andersen & Engsig Sørensen i NTS2005:3, s. 61ff.

Med vedtagelse af den nugældende selskabslov er der sket en liberalisering af dette kapitalregime, hvilket indebærer, at selvfinansiering nu kan gennemføres under iagttagelse af de i loven opstillede betingelser.

Trods den liberalisering, som selskabsloven er udtryk for, er udgangspunktet fortsat et forbud, jf. SL § 206, stk. 1, der fastslår, at kapitalselskaber ikke, hverken direkte eller indirekte, må stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed med henblik på tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller dets moderselskab.

Heri kan indlæses, at støtten skal være sket med henblik på eller i sammenhæng med en »erhvervelse« af aktier i selskabet. Uden en aktualiseret eller påtænkt erhvervelse af aktier finder forbuddet ikke anvendelse.<sup>15</sup> Det er i den forbindelse underordnet, om støtten ydes før eller efter erhvervelsen.<sup>16</sup>

Foruden den tidsmæssige sammenhæng mellem støtten og erhvervelsen er det ligeledes centralt at fastlægge, hvad der falder ind under begrebet »erhvervelse«. På trods af SL § 206, stk. 1's ordlyd, må erhvervelse tillægges en relativ bred forståelse, hvorefter også tegning af kapitalandele<sup>17</sup> og alle former for erhvervelse, herunder tvangsindløsning er omfattet af forbuddet, uanset om de pågældende kapitalandele udgør en minoritetspost, majoritetspost eller hele selskabskapitalen.<sup>18</sup>

Ved stillingtagen til, om en disposition er omfattet af selvfinansieringsforbuddet, skal der ifølge bemærkningerne til SL § 206, stk. 1 være:

*"tale om en konkret vurdering når det skal fastslås, hvorvidt en bestemt disposition er omfattet af forbuddet."*<sup>19</sup>

Dispositionen skal altså fortolkes ud fra formålet, hvor der lægges vægt på om der faktisk er foretaget selvfinansiering.<sup>20</sup> Bemærkningerne svarer til den opfattelse, der har ligget til grund for Erhvervsstyrelsens administrative praksis vedrørende selvfinansiering.<sup>21</sup>

---

<sup>15</sup> Skjerbek, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 55.

<sup>16</sup> Den tidsmæssige sammenhæng mellem ydelse af finansiel støtte og erhvervelse er debatteret i litteraturen. Spørgsmålet har været, om forbuddet også omfatter dispositioner foretaget efter erhvervelsen? Kure anfører i U2011B.239, s. 293, at dette er tilfældet. Se også Schans Christen, Contested Takeovers, s. 249ff.

<sup>17</sup> Skjerbek påpeger, at en ordlydsfortolkning, hvorefter tegning af kapitalandele ikke ville være omfattet af forbuddet, ville være unødigt formalistisk, jf. Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 56.

<sup>18</sup> Werlauff, Selskabsret, s. 280.

<sup>19</sup> Jf. Bemærkningerne til L 170, 2008-09, s. 325.

<sup>20</sup> Krüger Andersen, Aktie-anpartsselskabsret, s. 280.

<sup>21</sup> For et indblik heri se Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, s. 561ff.

## 2. Selvfinansiering i EU-retligt perspektiv

### 2.1. Den hidtidige og nuværende EU-retlige regulering

Eftersom det danske selvfinansieringsforbud samt de dertil hørende undtagelsesmuligheder udspringer fra EU-retten,<sup>22</sup> må selvfinansieringsforbuddets EU-retlige udvikling undersøges med henblik på at bidrage til forståelsen af det danske forbud og i særdeleshed muligheden for lovlig selvfinansiering.

Historisk set er grundstenene til selvfinansieringsforbuddet lagt i Storbritannien, hvor dette allerede blev implementeret i lovgivningen i Companies Act 1928.<sup>23</sup> Det britiske forbud var således inspirationskilde, da man i det daværende EF med Kapitaldirektivet tog fat på en minimumsharmoniseret regulering i Europa.

Det er selvfinansieringsforbuddets hovedformål at beskytte selskabets kreditorer og kapitalejere mod tab.<sup>24</sup> I løbet af 1990'erne skete der med corporate governance debatten en ændring i synet på kapitalbeskyttelse.<sup>25</sup> Hensynet skulle nu i stedet være på økonomisk effektivitet og fleksibilitet frem for beskyttelse af kreditorerne.<sup>26</sup>

Den økonomiske udvikling og de finansielle behov har påvist, at der kan opstå situationer, hvor det er en fordel at kunne udøve selvfinansiering. For eksempel har et generati-onsskifte i et aktieselskab tidligere været afhængigt af, at den overtagende generation selv havde tilstrækkelig likviditet til at erhverve aktierne. Mulighederne for selvfinansiering synes at kunne lette sådanne generationsskifter.<sup>27</sup>

På baggrund af overvejelser som disse har selvfinansieringsforbuddet været genstand for betydelig kritik inden for EU. Således anfører *Eilís Ferran*:

*"Not only is the ban unnecessary, it is positively harmful because it is liable to obstruct legitimate, economically worthwhile transactions."*<sup>28</sup>

På linje hermed antager *John Lowry*:

---

<sup>22</sup> Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 76.

<sup>23</sup> Se Report of Company Law Amendment Committee 1926, 1926 Cmd No. 2657 (UK Parliamentary Papers) s. 14, hvis anbefalinger dannede grundlaget for Companies Act 1928 og Companies Act 1929, der med Section 45 indeholdt den første egentlige lovbestemmelse målrettet selvfinansiering. Initiativet betragtes af Schans Christensen som det første tilløb til et forbud mod selvfinansiering i Europa, jf. *Kapitalselskaber*, s. 416.

<sup>24</sup> Jf. Wymeersch i *Festschrift für Ulrich Drobnig*, s. 725ff.

<sup>25</sup> Krüger Andersen, *Aktie-anpartsselskabsret*, s. 254 samt Friis Hansen & Valdemar Krenchel, *Dansk selskabsret 2*, s. 28f.

<sup>26</sup> Krüger Andersen, *Aktie-anpartsselskabsret*, s. 254.

<sup>27</sup> Madsbøll og Dyrup Jensen, *Justitia*, nr. 3, 2011, s. 6.

<sup>28</sup> Ferran, *Simplification of European Company Law on Financial Assistance*, i *European Business Organization Law Review*, Vol. 6, No. 1, 2005, s. 94.

*"There is a consensus of opinion that the prohibition is drawn far too widely and, as a consequence, it renders unlawful what would otherwise be harmless and profitable commercial transactions for companies."*<sup>29</sup>

Særligt vedrørende kreditorbeskyttelseshensynet konkluderer han:

*"[...] the statutory prohibition is in itself of limited value in protecting the company and creditors in that it addresses only some transactions which can lead to a reduction in a company's assets and that can occur, through any unwise handling of corporate asset."*<sup>30</sup>

I Skandinavien er forbuddet kritiseret af norske *Beate Sjøfjell* der anser forbuddet for en rigid regel, der frustrerer erhvervslivet og leder til høje transaktionsomkostninger og fare for ineffektive løsninger i erhvervslivet.<sup>31</sup>

På linje hermed påpeger *Mette Neville*,<sup>32</sup> at 2. Selskabsdirektiv længe har været kritiseret af både forskere og praktikere for at udgøre en rigid spændetrøje, som ikke fungerede efter hensigten.

I Danmark har kritikken særligt rettet sig imod den danske affattelse af direktivets art. 23, stk. 1, der beskyldes for at være upræcis og fordrejende i forhold til den forståelse, bestemmelsen underlægges ved læsning på andre sprog.<sup>33</sup>

Udgangspunktet for den danske kritik har været direktivtekstens formulering »advance funds«. I Danmark er denne blevet oversat med ordene »at stille midler til rådighed«<sup>34</sup>. Sammenlignet med andre medlemsstaters oversættelser<sup>35</sup> kan man konstatere, at de fleste andre lande har oversat art. 23, stk. 1 til et forbud mod at »yde forskud«. Således ses tydeligt en sproglig diskrepans mellem den danske oversættelse og andre medlemsstaters oversættelse.<sup>36</sup>

Med dette ordvalg er der næppe tvivl om, at den danske oversættelse giver det danske forbud et bredere anvendelsesområde end de andre sprogudgaver.<sup>37</sup> Forskellen kan i praksis medføre, at der er tale om to forskellige reguleringer. Om det har været de dan-

---

<sup>29</sup> Lowry, *The Prohibition against financial assistance: Constructing a Rational Response*, i Prentice & Reisberg, *Corporate Finance law in the UK and EU*, s. 5

<sup>30</sup> *Ibid*, s. 25.

<sup>31</sup> Sjøfjell i NTS2009:1-2, pkt. 2.8. samt artiklens opsummering i pkt. 5. For tilsvarende kritik se Knudsen, *Forenkling og Modernisering av aksjeloven*, s. 155f.

<sup>32</sup> Neville i NTS2008, nr. 4, s. 94.

<sup>33</sup> Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 420.

<sup>34</sup> Tilsvarende formulering som den danske ses i Norge, hvor formuleringen ligeledes har givet anledning til fortolkningsproblemer, jf. Sjøfjell i NTS2009: 1-2, s. 121. Se også Finland med formuleringen »Bolaget får inte ge penninglån, betala ut medel eller ställa säkerhet.«

<sup>35</sup> Se til eksempel den Britiske udgave »advance funds«, den tyske »Vorschüsse geben«, den franske »ne peut avancer des fonds« og den svenske »ge fåorskott«.

<sup>36</sup> Engsig Sørensen i NTS2002, s. 357, samt Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 420.

<sup>37</sup> Braad & Nielsen i NTS 2001.4, s. 458. Se også Friis Hansen & Engsig Sørensen i NTS2002, s. 357.



ske lovgiveres intention, at forbuddet skulle have et bredere anvendelsesområde end fastlagt i direktivet, kan diskuteres.<sup>38</sup>

At det ikke har været tilfældet antages af blandt andre af *Michael Serup*,<sup>39</sup> *Erik Werlauff*<sup>40</sup> og *Niels Kjellegaard Jensen*<sup>41</sup> der alle synes at være af den opfattelse, at bestemmelsen må fortolkes indskrænkende, hvorfor begrebet »stille midler til rådighed« ikke har noget selvstændigt meningsindhold udover »at yde forskud«.

En indskrænkende fortolkning har støtte i retspraksis, jf. U1999.1429V, hvoraf fremgår, at forbuddet mod selvfinansiering skal læses og fortolkes i overensstemmelse med fællesskabsretten. Landsretten tilslutter sig således en indskrænkende fortolkning af dagældende ASL § 115, stk. 2, hvorefter bestemmelsen bringes i overensstemmelse med de øvrige sproglige versioner af direktivet.<sup>42</sup>

I modsat retning trækker imidlertid præmisserne i U2000.2003H, hvor Højesteret, i overensstemmelse med forarbejderne, fastslår, at bestemmelsen om at stille midler til rådighed forbyder »enhver finansiering af køb af [selskabets egne] aktier eller anparter«. Højesteret antager dermed, at det danske forbud mod selvfinansiering går videre end forbuddet i dagældende art. 23, stk. 1.<sup>43</sup>

Det ses, at der eksisterer en diskrepans mellem den danske og de øvrige landes oversættelser, hvis rækkevidde har været genstand for diskussion.<sup>44</sup> Domspraksis og fortolkningsbidrag til selvfinansieringsforbuddet har således historisk været præget af både udvidende og indskrænkende fortolkninger, og 1990'ernes bølge af selskabstømmersager har bestemt været med til at sløre billedet.<sup>45</sup> Den reelle betydning af den udvidende danske forståelse kan således diskuteres. Eftersom EF-domstolen endnu ikke har haft lejlighed til at prøve rækkevidden af det EU-retlige forbud, er den præcise rækkevidde i afgrænsningstilfælde stadig åben for fortolkning.<sup>46</sup>

---

<sup>38</sup> Se dog Folketingstidende 1981/1982, tillæg A, lovforslag L 119, spalte 2883, der indeholder en bemærkning om, at »I den foreslåede form omfatter bestemmelsens forbud enhver finansiering af køb af [selskabets egne] aktier eller anparter«.

<sup>39</sup> Serup i U1996.B72, s. 81.

<sup>40</sup> Werlauff, Selskabsret, s. 291.

<sup>41</sup> Kjellegaard Jensen, Selskabsretlig Håndbog – U/lovligt Kapitaludtræk i A/S og ApS, s. 161.

<sup>42</sup> Werlauff, Selskabsret, s. 280.

<sup>43</sup> Krüger Andersen & Engsig Sørensen NTS2005:3, s. 67, note. 7.

<sup>44</sup> For en diskussion af hvorvidt art. 23 skal anses for at være en minimumsharmoniserings- eller totalharmoniseringsbestemmelse, se Sjøfjell i NTS2009:1-2, s. 122f. Forfatteren når med henvisning til direktivets forarbejder samt en sammenligning med art. 19 frem til, at bestemmelsen må anses for at være en minimumsharmoniseringsregel.

<sup>45</sup> Illum & Krog Andersen i ET2007.4.

<sup>46</sup> Krüger Andersen, Aktie-anpartsselskabsret, s. 208. Se også Skjerve, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 177.

## 2.2. SLIM-Projektet

I 1996 nedsatte EU-kommissionen en ekspertgruppe benævnt »Simpler Legislation for the Internal Market« (SLIM). Baggrunden var, at man ønskede en harmonisering af den økonomiske aktivitet inden for EU samtidig med, at de vigtigste elementer i allerede gældende ret bibeholdtes. Det overordnede formål med projektet var, at deregulere med henblik på at skabe en mere simpel og overskuelig regulering af det indre marked.<sup>47</sup>

Resultatet af SLIM-projektet kom i september 1999, hvor gruppen udstedte sin rapport – »Recommendations by the Company Law SLIM Working group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives«. I rapportens forslag nr. 5 anbefaledes det, at det nugældende selvfinansieringsforbud blev mindsket til et minimum. Til opnåelse heraf fremlagde gruppen to muligheder. Den ene mulighed ville tillade, at der kunne ydes finansiel støtte inden for rammerne af selskabets frie reserve.<sup>48</sup> Den anden ville begrænse forbuddet til alene at omfatte økonomisk støtte i forbindelse med tegning af nye kapitalandele. Kommissionen støttede de fremlagte anbefalinger om en lempelse af forbuddet.<sup>49</sup>

## 2.3. High Level Group of Company Law Experts

Efter SLIM-projektet nedsatte EU-kommissionen i 2001 arbejdsgruppen »High Level Group of Company Law Experts«. Gruppen havde til opdrag at komme med forslag til, hvorledes man kunne skabe de lovgivningsmæssige bedst mulige rammer for drift af effektive erhvervsvirksomheder.

Gruppens formål afspejler den holdningsændring, der var i gang i Europa, hvor fokus flyttedes fra kreditor- og kapitalbeskyttelse over mod hensynet til virksomhedernes behov for fleksibel selskabsdrift.<sup>50</sup>

Gruppen udsendte sin rapport »A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe« den 4. november 2002. Blandt de anbefalinger, som gruppen kom med, vedrørte nogle også selvfinansieringsforbuddet. High Level Group anbefalede – i overensstemmelse med SLIM-arbejdsgruppens fremsatte model – en lempelse af selvfinansieringsforbuddet,<sup>51</sup> hvorefter et selskab ville kunne yde tredjemand støtte til erhvervelse af kapitalandele inden for grænserne af selskabets frie reserve, dog med den tilføjelse, at en sådan disposition krævede generalforsamlingens godkendelse.

Efter udarbejdelsen af High Level Groups rapport offentliggjorde EU-Kommissionen sin handlingsplan om modernisering af selskabsretten og styrkelse af corporate governance

---

<sup>47</sup> For en uddybende beskrivelse af SLIM-projektet se Wymeersch i NTS2000:2, s. 126ff.

<sup>48</sup> Rapportens forslag nr. 5 er nærmere omtalt hos Wymeersch i NTS2000:2, s. 132 samt Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 416.

<sup>49</sup> Rapport fra Kommissionen til Europa-Parlamentet og Rådet - om resultatet af fjerde fase af SLIM, 4. Februar 2000.

<sup>50</sup> Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 78. Se også note 34.

<sup>51</sup> Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 78.

området.<sup>52</sup> Denne handlingsplan implementerede i vidt omfang de anbefalinger, der blev fremlagt af High Level Group, herunder reglerne vedrørende finansiel støtte, således at det bør tillades, at der kan ydes finansiel støtte inden for rammerne af selskabets frie reserver.

Handlingsplanen førte efterfølgende til EU-kommissionens forslag om ændring af 2. selskabsdirektiv,<sup>53</sup> der i sit indhold lagde sig tæt op af de af SLIM og High Level Group fremsatte forslag. Imidlertid indeholdt forslaget også en række betingelser, der afveg fra det tidligere forslåede. Resultatet blev vedtagelsen af Direktiv 2006/68/EF, hvis indhold gennemgås straks nedenfor.

#### 2.4. Lempelse af forbuddet – Direktiv 2006/68/EF art. 23, stk. 1.

Med vedtagelsen af direktivet er 2006/68/EF art. 23 blevet ændret i overensstemmelse med de af SLIM og High Level Group fremsatte anbefalinger. Ændringen af art. 23 gør det nu muligt for selskaber at yde bistand til tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet.

Man kan undre sig over, hvorfor Kommissionen ikke valgte at gå linen fuldt ud, og afskaffe forbuddet fuldstændigt. Svaret skal formentlig findes i den omstændighed, at to af Europas økonomiske nøglespillere grundlæggende har et forskelligt syn på kapitalregimet. Således har England traditionelt stået for en liberal tilgang til kapitalbeskyttelse, herunder selvfinansiering,<sup>54</sup> mens Tyskland har repræsenteret en mere protektionistisk tilgang<sup>55</sup>, der har vægtet kapitalbeskyttelse højt.<sup>56</sup>

Sammenholdt med reguleringen i USA forekommer den Europæiske regulering fortsat ganske restriktiv. I USA har man ikke et forbud mod selvfinansiering. I stedet har man både på føderalt og delstats niveau en regulering der tillader selskaber, at udøve den form for finansiering de finder mest formålstjenlig. Til regulering heraf har man et system af »post remedial rules« der sigter mod at eliminere skadelige transaktioner som følge af selvfinansiering. Forskellen mellem USA og EU udmønter sig deri, at der i EU eksisterer en »ex ante-regulering«, mens der i USA opereres med en »ex post-regulering«.<sup>57</sup>

Kaster man et blik på Kommissionens overvejelser angående vedtagelsen af direktiv 2006/68/EF ses det, at EU-kommissionen ganske vist anerkendte ønsket om liberalisering, men samtidig understregede, at man fandt det yderst vigtigt, at beskyttelsen af minoritetsejerne og kreditorerne fastholdtes, idet beskyttelsen er selve kernen i 2. Selskabsdirektiv.<sup>58</sup> Direktiv 2006/68/EF art. 23 må derfor betragtes som en kompromisløsning placeret mellem to yderpunkter.<sup>59</sup>

---

<sup>52</sup> jf. Meddelelse fra Kommissionen til Rådet og Parlamentet KOM(2003) 284.

<sup>53</sup> jf. Kommissionens forslag KMO(2004) 730.

<sup>54</sup> Svensson & Krarup i NTS 2010, nr. 2, s. 104.

<sup>55</sup> Herunder også Frankrig, jf. Hooft i European Company Law 8, no. 4, 2011, s. 159.

<sup>56</sup> Werlauff i U2009B.143, s.143.

<sup>57</sup> For en nærmere beskrivelse af den amerikanske regulering samt en komparativ sammenligning med EU se Cahn and C. Donald, Comparative Company Law, 2010, s. 849ff.

<sup>58</sup> Betænkning nr. 1498/2008, s. 16.

<sup>59</sup> Sjøfjell, NTS2009:1-2, s. 148.

## 2.5. Den danske implementering - Moderniseringsudvalget

Som en reaktion på de liberale strømninger, der førte til ændringen af kapitaldirektivets art. 23, måtte Danmark tage stilling til, om muligheden for udøvelse af lovlig selvfinansiering skulle indføres i dansk selskabsret.

Vurderingen af bl.a. dette spørgsmål blev foretaget af det i oktober 2006 af Økonomi- og Erhvervsministeriet nedsatte »udvalg til modernisering af selskabsretten«. Udvalgets formål var at undersøge den danske selskabslovgivning med henblik på at komme med forslag til dens forbedring således, at der skabes en erhvervslovgivning, der er klar, enkel og så let som muligt for erhvervslivet at efterleve og administrere.<sup>60</sup>

Som en del af denne undersøgelse foretog udvalget en vurdering af det danske selvfinansieringsforbud. Udvalget udtalte, at den danske selskabsregulering overordnet skal følge den internationale udvikling og, at det skal tilstræbes at udnytte de muligheder, som EU-lovgivningen indeholder, for at sikre en dynamisk og fleksibel lovregulering, som er til størst mulig fordel for det danske erhvervsliv.<sup>61</sup>

Moderniseringsudvalget fandt på denne baggrund, at det hidtidige forbud havde været for ufleksibelt i flere sammenhænge, hvorfor det ville være til gavn for det danske erhvervsliv at udnytte den nyskabte mulighed for lovlig selvfinansiering.

Et af hensynene bag moderniseringsudvalgets anbefalinger var, at hvis der ikke foreligger særlige modhensyn skal udgangspunktet være, at det tilkommer ejerne af selskabet at indrette selskabet som de finder bedst.<sup>62</sup>

Folketinget fulgte i det store hele moderniseringsudvalgets anbefalinger og vedtog SL § 206, stk. 2 og §§ 207-209,<sup>63</sup> der tilsammen giver adgang til lovlig selvfinansiering.

Eftersom 2. Selskabsdirektiv alene regulerer aktieselskabers forhold, jf. direktivets art. 1, er det op til medlemsstaterne selv at regulere forholdene for anpartsselskaber. I England har man taget et liberalt standpunkt og afskaffet forbuddet for private companies.<sup>64</sup> Det ellers så kapitalbeskyttende Tyskland synes heller ikke at have et selvfinansieringsforbud gældende for GmbH-selskaber.<sup>65</sup>

I Danmark valgte moderniseringsudvalget imidlertid fortsat lade selvfinansieringsforbuddet gælde for anpartsselskaber. Dette til trods for, at moderniseringsudvalget jo vurderede, at »overimplementering« ikke skulle ske, medmindre tungtvejende hensyn talte herfor.

---

<sup>60</sup> Betænkning nr. 1498/2008, s. 15ff.

<sup>61</sup> Ibid., s. 518.

<sup>62</sup> Schans Christensen i R&R nr. 1 2009, s. 23f.

<sup>63</sup> Lov nr. 470 af 12. juni 2009.

<sup>64</sup> Sammen ændring undervejs i Holland, jf. Hooft, European Company Law 8, no. 4, 2011, s. 159.

<sup>65</sup> Ibid., s. 158.

Ved at lade selvfinansieringsforbuddet gælde også for anpartsselskaber, pålægges sådanne selskaber større begrænsninger end tilsvarende selskaber i andre medlemsstater, f.eks. England og Tyskland<sup>66</sup> Baggrunden må formentlig findes i et af formålene bag lovrevisionen i 2006, nemlig ønsket om at skabe uniformitet mellem den aktie- og anparts-selskabsretlige lovregulering, således at der opnås en hensigtsmæssig balance mellem de to selskabstyper.<sup>67</sup> Hensynet til national ensformighed mellem de to selskabstyper har dermed vægtet tungere end regelharmonisering med England og Tyskland og en afskaffelse af forbuddet for anpartsselskaber.<sup>68</sup>

## Kapitel II.

### 3. Komparativ analyse af selvfinansieringsreglerne i udvalgte lande

Der skal i afhandlingens kapitel II foretages en særskilt behandling af selvfinansieringsreglerne i Norge, Sverige og England. Det bemærkes, at Sverige og England er medlemmer af EU, hvorfor de nationale regler for disse i høj grad er harmoniseret. Norge er imidlertid bundet til EU-retten grundet sine EØS-retlige forpligtelser. På trods heraf kan der i de enkelte landes lovgivning spores forskelle i selvfinansieringsreglernes rækkevidde og fortolkning. Dette skyldes, at 2. Selskabsdirektiv, som tidligere nævnt, er et minimumsdirektiv, hvorfor den nationale implementering i høj grad er bestemt af det enkelte lands syn på kapitalbeskyttelse mv.

Da reguleringen af anpartsselskabers forhold udelukkende er et nationalt anliggende, vil selvfinansieringsreglerne for disse også blive inddraget.

#### 3.1. Sverige

##### 3.1.1. Den historiske baggrund

I den svenske aktiebolagslag har der siden 1973 eksisteret et forbud mod selvfinansiering.<sup>69</sup> Indsættelse af forbuddet skete på baggrund af en række selvfinansierede aktieerhvervelser, der endte i målselskabets konkurs.<sup>70</sup> Formålet med indførelsen var, i lighed med det danske forbud, at undgå en udhuling af selskabskapitalen samt at beskytte kreditorerne.<sup>71</sup> I forarbejderne til den svenske aktiebolagslag, beskrives forbuddet som en konstruktion til at undgå, at selskabskapitalen består af fordringer mod selskabets aktionærer.<sup>72</sup>

---

<sup>66</sup> Betænkning nr. 1498/2008, s. 518.

<sup>67</sup> Ibid. 519.

<sup>68</sup> En nærmere diskussion af dette spørgsmål vil blive foretaget under pkt. 6.

<sup>69</sup> SOU 1971:15 s. 322 ff. og prop. 1973:93 s. 60 og 134f.

<sup>70</sup> Jf. bl.a. NJA1951. s. 6 »Suecia-målet«, der angives som hovedårsagen til forbuddets indførelse.

<sup>71</sup> SOU 1971:15 s. 322 ff. og prop. 1973:93 s. 60 og 134f.

<sup>72</sup> Prop. 1973:3, s. 92f.

Som led i Sveriges indtræden i EU i 1995 blev der foretaget den nødvendige tilpasning til EU-retten. Tilpasningen medførte, at det svenske selvfinansieringsforbud blev direktivbundet, jf. 2. Selskabsdirektiv art. 23.<sup>73</sup>

I forbindelse med revisionen af den svenske aktiebolagslag og vedtagelsen heraf i 2006, bibeholdtes selvfinansieringsforbuddet. Muligheden for lempelse af forbuddet, som ændringen af 2. Selskabsdirektiv medførte, er dermed ikke udnyttet for de svenske publika aktiebolag.

De svenske selvfinansieringsregler findes i aktiebolagslagens 21. kapitel, og vedrører to forskellige låneforbud. Det »generelle låneforbud« for selskabets aktionærer der findes i 21. kapitel 1. § og »förvärvslåneforbudet« i 21. kapitel 5. §. Der vil i det følgende blive fokuseret på sidstnævnte.

### **3.1.2. Indholdet af de svenske regler<sup>74</sup>**

Det svenske selvfinansieringsforbud er hjemlet i aktiebolagslagen 21. kapitel 5. § og har følgende ordlyd:

*"Ett aktiebolag får inte ge förskott, lämna lån eller ställa säkerhet för lån i syfte att gäldenären eller honom närstående fysisk eller juridisk person som avses i 1 § skall förvärva aktier i bolaget eller överordnat bolag i samme koncern."<sup>75</sup>*

Reglen indeholder et absolut forbud mod selvfinansiering. Forbuddet omfatter såvel lån som sikkerhedsstillelse. Bestemmelsen forstås i svensk teori sådan, at al bistand fra selskabet til tredjemand med det formål at erhverve kapitalandele i selskabet er omfattet af forbuddet, med mindre midlerne stammer fra en legal kapitaloverførsel som f.eks. udbytteudlodning.<sup>76</sup> Dette svarer til den danske retsstilling forud for liberaliseringen.<sup>77</sup>

Det er grundlæggende et krav, at lånet er givet med det formål at erhverve aktier i selskabet. Et lån, der er givet i et andet øjemed, men som i sidste ende alligevel benyttes til erhvervelse af kapitalandele i selskabet, falder således uden for forbuddet.<sup>78</sup>

Til forskel fra den danske regulering beskriver 21. kapitel 5. § hvilken kreds af modtagere, der er omfattet af forbuddet. Således omfatter forbuddet ikke blot låntageren, men tillige også dennes nærtstående. Således kan en person ikke erhverve kapitalandele i aktiebolaget, hvis en til denne nærtstående person har lånt penge i selskabet. Som nærtstående anses ikke blot fysiske personer, men også juridiske personer, som låntageren har bestemmende indflydelse i. Denne bestemmelse kan volde problemer hvor et selskab, som led i sin personalepolitik, udlåner penge til eller stiller sikkerhed for ansattes

---

<sup>73</sup> Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, s. 323.

<sup>74</sup> Aktiebolagslagen (2005:552)

<sup>75</sup> At forbuddet også gælder aktieerhvervelse fra et selskab inden for samme koncern går videre end det forbud, der tidligere kendtes i art. 23, jf. Promemoria: Några frågor med anledning av ändringar i kapitaldirektivet, s. 18.

<sup>76</sup> Andersson, m.fl., Aktiebolagslage – En kommentar, Del II, kap. 11-22, pkt. 21:16.

<sup>77</sup> For udbyttereglernes karakter af lex specialis i dansk ret se Werlauff i U2006.365.

<sup>78</sup> Skog & Fänger, Aktiebolagslagen, s. 110.

privatforbrug.<sup>79</sup>

Sverige har imidlertid knyttet visse undtagelser til forbuddet. I medfør af ABL 21. kapitel 6. § vil et selskabs ansatte, forudsat at visse betingelser er opfyldt, kunne erhverve aktier i selskabet uden at være omfattet af forbuddet.<sup>80</sup>

En generel undtagelsesbestemmelse, der hjemler adgang til selvfinansiering til fordel for tredjemand, kendes imidlertid ikke. Således kræves der efter svensk ret en dispensation. I medfør af 21. kapitel 8. § kan »Skatteverket« eller »Finansinspektionen« meddele dispensation fra forbuddet i 5. §. En sådan dispensation forudsætter kreditorernes samtykke, jf. 21. kapitel 9. §,<sup>81</sup> og kan kun gives på grundlag af »särskilda omständigheter«.

Sådanne »särskilda omständigheter« kunne være et ønsket om et generationsskifte i et selskab.<sup>82</sup> Ved vurderingen af, om dispensation skal gives, tages særligt hensyn til selskabskreditorerne, lånets løbetid samt til den sikkerhed, der kan stilles for bstanden. Det fremgår af forarbejderne, at dispensationsmuligheden tilsigtes anvendt restriktivt.<sup>83</sup>

Afgørende er imidlertid 21. kapitel 12. §. Efter denne bestemmelse finder undtagelsen i 8. § ikke anvendelse på publika aktiebolag. I bestemmelsen anføres:

*"I fråga om publika aktiebolag får undantag enligt i 8 § inte medges för förvärv av aktier i det bolag som lämnar förskott eller lån eller ställer säkerhet"*

Således omfatter undtagelsesbestemmelsen i 8 § kun privata aktiebolag. Forbuddet for publika aktiebolag er dermed absolut.

### **3.1.3. Baggrunden for opretholdelse af det svenske forbud**

De svenske forarbejder til nugældende aktiebolag (Prop. 2004/05), der trådte i kraft i 2006, forholder sig tavse om muligheden for en lempelse af selvfinansieringsforbuddet.<sup>84</sup> Justitiedepartementet valgte imidlertid i 2007 at udarbejde et promemoria<sup>85</sup> med det formål at undersøge, hvorvidt direktivet lagde op til lovændringer i svensk ret.

Overordnet vurderede promemoret ikke, at ændringerne af 2. Selskabsdirektiv nødvendiggjorde lovgivningsmæssige tilpasninger. Angående selvfinansieringsforbuddet fastslog promemoret, at dette skulle fastholdes fuldt ud. Dette begrundedes bl.a. med, at svensk selskabsret, helt tilbage fra før implementeringen af det oprindelige 2. Selskabsdirektiv, har haft en afvisende holdning til selvfinansiering, og at der fra svensk side ikke

<sup>79</sup> Andersson, m.fl., Aktiebolagslagen – En kommentar, Del II, kap. 11-22, pkt. 21:24.

<sup>80</sup> Tilsvarende i dansk ret SL § 214. Reglen har sit grundlag i 2. Selskabsdirektiv.

<sup>81</sup> Kravet om kreditorsamtykke gælder ikke, hvor den eller de pågældende kreditorer åbenbart ikke påvirkes af dispensationen. Skulle en kreditor imidlertid begære det, skal kreditorens fordring betales eller betryggende sikkerhed stilles, jf. Anderson m.fl., Aktiebolagslagen – En kommentar Del III 11-22 kap., note 1 til 21 kap. 9 §.

<sup>82</sup> Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, s. 324f.

<sup>83</sup> SOU2009:34, s. 243.

<sup>84</sup> Prop. 2004/05 s. 433.

<sup>85</sup> Promemoria: Några frågor med anledning av ändringar i kapitaldirektivet, udgivet 23. januar 2007.

er ytret ønske om eller behov for en lempelse af det svenske forbud.<sup>86</sup> Ligeledes anførtes det, at reglerne om beskyttelse af aktieselskabets kapital er centrale for kreditorerne, hvorfor det er vigtigt, at der fortsat findes sådanne lovgivningsmæssige foranstaltninger, der beskytter disse interesser.<sup>87</sup>

På trods af, at formålet med ændringen af art. 23 var, at give selskaberne en mere fleksibel adgang til ændringer i deres ejerstruktur samt tilpasning til det finansielle markeds udvikling, fandtes disse behov ikke at opveje de minoritets- og kreditorbeskyttelseshensyn som aktiebolagslagen varetager.

En central problemstilling var, hvorvidt en fastholdelse af forbuddet ville forringe Sveriges konkurrenceevne. Det vurderedes, at den svenske konkurrenceevne ikke ville blive påvirket negativt af en opretholdelse af forbuddet.

Der var imidlertid ikke fuld enighed blandt promemoriets bidragsydere. Således anbefalede bl.a. »Föreningen Svenskt Näringsliv«,<sup>88</sup> at Sverige burde udnytte mulighederne i ændringsdirektivet og ophæve selvfinansieringsforbuddet for publika aktiebolag med den begrundelse, at de beskyttelseshensyn, der varetages med ændringsdirektivets betingelser for lovlig selvfinansiering, er tilstrækkelige til at modvirke misbrug og beskytte minoritetsaktionærer og kreditorer.<sup>89</sup>

### **3.1.4. Liberalisering af forbuddet**

Den svenske regering nedsatte den 19. september 2007 et udvalg med henblik på at arbejde forslag til forenkling af aktiebolagslagen.<sup>90</sup> Udvalgets forslag præsenteredes i 2009 i betænkningen SOU2009:34 »Förenklings i aktiebolagslagen m.m.«, og indeholder bl.a. de seneste overvejelser vedrørende det svenske selvfinansieringsforbud. Grundlæggende består forslaget i, at privata aktiebolag skal have mulighed for at yde økonomisk bistand under omstændigheder svarende til udbytteudlodning.

Forslaget begrundes med, at en lempelse af selvfinansieringsforbuddet ville lette generationsskifter og lignende. Ligeledes anføres det, at en harmonisering af svensk ret med andre EU-lande er en forudsætning for et konkurrencedygtigt Sverige.<sup>91</sup> Videre påpeges det, at det nuværende forbud let kan omgås. Dette kan bl.a. ske ved omdannelse af et publika aktiebolag til en anden selskabsform, der ikke er omfattet af forbuddet, herunder f.eks. et handelsbolag eller kommanditbolag. Med sådanne omgåelsesmuligheder skabes en »intern« konkurrence mellem aktiebolagsformen og andre selskabsformer, der ikke er ønskværdig. Endelig konkluderes det, at man ved at tillade selvfinansiering skaber en øget forenkling og fleksibilitet for publika aktiebolag, uden at dette sker på bekostning af selskabets kreditorer, eftersom kapitalbeskyttelseshensynene stadig vil

---

<sup>86</sup> Ibid., s.18.

<sup>87</sup> Ibid., s.18.

<sup>88</sup> Föreningen Svenskt Näringsliv, Remissyttrande - Promemorian Några frågor med anledning av ändringar i kapitaldirektivet, af 2007.

<sup>89</sup> Ibid., s. 4.

<sup>90</sup> Udvalget blev nedsat med hjemmel i Kommittédirektiv 2007:132 – En enklare akitebolag.

<sup>91</sup> SOU2009:34, s. 246.



gælde, om end tillempet.<sup>92</sup> De nævnte overvejelser har dog ikke i skrivende stund ført til nogen lovændring af det svenske forbud.

Med de i SOU2009:34 fremførte overvejelser kan der spores en opblødningstendens i svensk ret. Forhold som konkurrencedygtighed og EU-harmonisering, der i Prop. 2004/05 ikke blev tillagt afgørende vægt, bruges nu som argumenter for en lempelse for publika aktiebolag. Ligeledes påpeges det, at kreditorhensynet stadig beskyttes på trods af en opblødning af forbuddet.

### **3.1.5. Sammenfatning**

Det kan med udgangspunkt i ovenstående analyse konkluderes, at de svenske regler repræsenterer en restriktiv tilgang til selvfinansieringsspørgsmålet, hvis baggrund findes i faste kapitalbeskyttelseshensyn, der rækker langt tilbage i svensk selskabsretlig historie. Sverige har ikke valgt at udnytte mulighederne i art. 23 i 2. Selskabsdirektiv, og lovliggjort selvfinansiering for publika aktiebolag, hvorfor der i Sverige fortsat hersker et fuldstændigt forbud.

For så vidt angår privata aktiebolag ses en mulighed for selvfinansiering forudsat der gives en dispensation på grundlag af særlige omstændigheder. Sammenlignet med de danske regler, består den afgørende forskel i, at hvor de svenske privata aktiebolag er afhængig af en dispensation, er selvfinansiering i Danmark – for begge selskabstyper – lovlig, når blot de i loven opstillede betingelser er opfyldt. Det faktum, at de danske betingelser for ydelse af lovlig selvfinansiering oplistes i loven, og ikke er underlagt et krav om dispensation med hertil hørende prøvelse af, om der foreligger sådanne særlige omstændigheder, der kan begrunde økonomisk bistand, synes at få de danske regler til at fremstå mere brugervenlige og overskuelige for erhvervslivet. Netop problematikken med dispensationssystemet anføres også som en af grundene til at lempe på reglerne for private aktiebolag.<sup>93</sup>

## **3.2. Norge**

### **3.2.1. Norge og EU/EØS**

Norge er ikke medlem af EU, men indgår alligevel i et tæt samarbejde med EU gennem EØS-samarbejdet. Formålet med EØS-aftalen er at knytte Norge nærmere visse dele af EU-samarbejdet, i særdeleshed det indre marked. For at være en del af det indre marked har Norge forpligtiget sig til at overtage allerede gældende EU-ret samt gennemføre ny EU-ret der er relevant for EØS-samarbejdet.<sup>94</sup>

### **3.2.2. Den historiske baggrund**

Norsk selskabsret har siden 1976 kendt et forbud mod selskabers økonomiske bistand til tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet. I forbindelse med tilpasningen af norsk ret til EØS-aftalen i 1996, blev forbuddet mod selvfinansiering udvidet,<sup>95</sup> og kom med sin ændret ordlyd til at ligge tæt op ad det daværende danske forbud i dagæl-

---

<sup>92</sup> Ibid. s. 247.

<sup>93</sup> SOU2009:34, s. 247.

<sup>94</sup> NOU 2012:2, s. 64.

<sup>95</sup> Fosvold i NTS2005:4, s. 51.

dende ASL § 115, stk. 2.<sup>96</sup> Den seneste ændring er foretaget i 2006, hvor omfanget af forbuddet er ændret fra at omfatte erhvervelser af aktier i ethvert selskab i en koncern, til kun at omfatte erhvervelse af aktier i selskabet selv eller moderselskabet.<sup>97</sup>

Norge valgte ved EØS-tilpasningen at lade forbuddet gælde også for aksjeselskaber.<sup>98</sup>

Det norske selvfinansieringsforbud bæres af en grundtanke om beskyttelse af selskabskapitalen, som anses som en beskyttelse af selskabsinteressen. Selskabsinteressen skal i denne sammenhæng forstås som beskyttelse af selskabets kreditorer og aktionærer,<sup>99</sup> herunder i særdeleshed minoritetsaktionærer. Herforuden nævner forarbejderne hensynet til selskabets ansatte samt andre legitime samfundshensyn, såsom spekulationskøb af selskabets aktier samt uønskede »take-overs«.<sup>100</sup>

Norge har valgt ikke at udnytte de muligheder, som liberaliseringen af 2. Selskabsdirektiv giver.<sup>101</sup> Dog suppleres forbuddet ligesom i svensk ret af et dispensationssystem.

### 3.2.3. Indholdet af de norske regler

De norske selvfinansieringsregler findes i hhv. allmennaksjeloven og aksjeselovens § 8-10.<sup>102</sup> Her er forbuddet som følgende:

*”(1) Selskapet kan ikke stille midler til rådighet eller yte lån eller stille sikkerhet i forbindelse med erverv af aksjer eller rett til aksjer i selskapet eller selskapets morselskap.  
(2) Kongen kan ved forskrift eller enekeltvedtak gjøre unntak fra første ledd for erverv av aksjer av eller for ansatte i selskapet eller i selskap i samme konsern”*

Bestemmelsens første led opstiller et absolut forbud mod visse former for økonomisk bistand. Bestemmelsen omfatter bistand til erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i selskabets moderselskab samt erhvervelse af retten til at erhverve sådanne aktier gennem f.eks. optioner eller tegningsretter. Enhver form for tegning af aktier er tilsvarende omfattet.

Med »sikkerhedsstillelse« forstår et forbud mod, at selskabet stiller garanti, pant eller anden realsikkerhed. Det er ingen betingelse at sikkerheden er stillet i forbindelse med lånet, når blot det faktisk virker som sikkerhedsstillelse for lånet.<sup>103</sup> Således skal bistanden ikke kun være ydet senest samtidig med erhvervelsen, også efterfølgende bistand vil efter omstændighederne være omfattet af forbuddet.<sup>104</sup>

---

<sup>96</sup> Giertsen, Selskapsfinansierede Aksjeerhverv, s. 22.

<sup>97</sup> Jf. Lov nr. 88 af 15. december 2006, jf. Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 68f og s. 165.

<sup>98</sup> Ot.prp. nr. 4 (1995-96) s. 35.

<sup>99</sup> Fosvold i NTS2005:4, s. 51. Ligeledes Sjøfjell i NTS2009:1-2, s. 119.

<sup>100</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-75), s. 192 samt Giertsen, Selskapsfinansierede aksjeerhverv, s. 28. Knudsen påpeger, at sidstnævnte hensyn primært relaterer sig til allmennaksjeselskaber og ikke så meget til små og mellemstore virksomheder, jf. Forenkling og modernisering av aksjeloven, s. 106.

<sup>101</sup> Justitsdepartementets høringsnotat juli 2007, s. 16. Se tilsvarende Knudsen i Forenkling og modernisering av aksjeloven, s. 106f.

<sup>102</sup> Reglerne der regulerer de to selskabstyper er opdelt i to separate, men i opbygningen meget ens, love.

<sup>103</sup> Aarbakke, m.fl., Aksjeloven og allmennaksjeloven kommentarudgave, pkt. 1.2., s. 604.

<sup>104</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 48, jf. NOU1996:3, s. 150.

Det er dog i den norske litteratur antaget, at bestemmelsen ikke omfatter legale udbetalinger fra selskabet, såsom udlodning af udbytte, koncernbidrag eller kapitalnedsættelse,<sup>105</sup> jf. i dansk ret Erik Werlauff i U2006.365.

Undtagelserne til selvfinansieringsforbuddet findes i Allmennaksjeloven § 8-10(2).<sup>106</sup> I medfør af denne bestemmelse er »Kongen« (Nærings- og handelsdepartementet, jf. kongelig resolution af 17. juli 1998 nr. 619) begrænset til alene at gøre undtagelse fra forbuddet til fordel for ansattes erhvervelse af aktier i selskabet eller samme koncern.<sup>107</sup> Undtagelsesbestemmelsen har sin baggrund i 2. Selskabsdirektivs art. 23, der kun gælder allmennaksjeselskaber, og som under lovforarbejdet blev anset for at være til hinder for en mere vidtgående undtagelse.<sup>108</sup>

Aksjeselskaber er underlagt tilsvarende dispensationsmulighed, jf. Aksjeloven § 8-10(2). Som eksempel på omstændigheder, der kan begrunde en konkret dispensation, nævner forarbejderne lån til en arving som skal overtage aktierne ved skifte, og i forbindelse hermed har vanskeligheder med at skaffe den fornødne finansiering. Ligeledes lån til betroede ansatte der skal overtage aktier, men som mangler finansiering,<sup>109</sup> herunder også som led i større selskabers incitamentsordninger for ansatte.<sup>110</sup>

Undtagelsesbestemmelsen i Allmennaksjeloven §§ 8-10(2)<sup>111</sup> er i to henseender snævrere en den tilsvarende bestemmelse i Aksjeloven §§ 8-10(2). For det første er dispensationsadgangen efter Aksjeloven §§ 8-10(2) ikke er begrænset til tilfælde, hvor erhvervelsen sker af eller for ansatte i selskabet eller i et selskab i samme koncern. For det andet kan der i forbindelse med en dispensation også dispenseres fra §§ 8-7 til 8-9, der omhandler kredit til kapitalejere, kredit til ansatte som er kapitalejere og kredit til ledelsesmedlemmer.

For aksjeselskaber opstiller loven altså ingen begrænsninger med hensyn til hvilke forhold, der kan begrunde en dispensation. Retsstillingen er for så vidt anderledes end for allmennaksjeselskaber, der er begrænset til alene at give dispensation til ansattes erhvervelser af kapitalandele i selskabet.

### 3.2.4. Baggrunden for opretholdelse af det norske forbud

---

<sup>105</sup> Sjøfjell i NTS2009:1-2, s. 126 f. Med henvisning Matre i LoR 2000, s. 165f. Samt Bråthen i LoR 2000 s. 387.

<sup>106</sup> Dispensationsmuligheden er af de norske lovgivere ment som en sikkerhedsventil for at lempe på forbuddets rigiditet, jf. Giertsen, Selskabsfinansierede aktieerhverv, s. 25. En uddybende analyse af dispensationsmuligheden findes hos Sjøfjell, NTS2009:1-2, s. 135f.

<sup>107</sup> Se note 67.

<sup>108</sup> Aarbakke, m.fl., Aksjeloven og allmennaksjeloven kommentarudgave, s. 1146. Samt Fosvold i NTS2005:4, s. 51f.

<sup>109</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-75) s. 192 samt Ot.prp. nr. 36 (1993-94) s. 66f.

<sup>110</sup> Woxholth, Selskabsrett, s. 311.

<sup>111</sup> Jf. note 103.

Ved ændringen af 2. Selskabsdirektivs art. 23, stk. 1 skulle det norske Justitsdepartement tage stilling til, hvorvidt Allmennaksjelovens §§ 8-10 skulle ændres i overensstemmelse med ændringsdirektivet. I juli 2007 udsendte departementet et høringsnotat.<sup>112</sup> Høringsnotatet vidner om, at de norske lovgivere ikke ubetinget støtter en opretholdelse af forbuddet. Således anføres det i høringsnotatet, at en vurdering af, hvorvidt man skal tillade en opblødning af forbuddet, ikke blot skal ses i forhold til de hensyn, der taler for og imod, men ligeledes om man finder reguleringen i ændringsdirektivet hensigtsmæssig.<sup>113</sup>

Som begrundelse for en lempelse af forbuddet anføres det bl.a., at en liberalisering vil give de norske selskaber større fleksibilitet og handlefrihed, når det kommer til ændringer i deres ejerstruktur. Videre anføres det, at en lempelse vil medføre, at selskabet gives bedre mulighed for at tilrettelægge et opkøb af dets aktier, når det er i selskabets interesse af få en bestemt investor ind i ejerkredsen.<sup>114</sup> De norske liberaliseringsovervejelser ligner til forveksling de danske.

For en opretholdelse af forbuddet anføres, at forbuddet sigter på at varetage de før omtalte kreditor- og minoritetsaktionærhensyn samt visse samfundsmæssige hensyn. Videre anføres det, at forbuddet kendes tilbage fra før EØS-samarbejdet, og de hensyn, der lå til grund for forbuddet dengang, stadig gør sig gældende i dag.

Et af de afgørende argumenter for opretholdelse af forbuddet er, at ændringsdirektivet på visse punkter er uklart. Konkret peges på, at det er uklart, hvilket ansvar ledelsesmedlemmerne kan ifalde i forbindelse med gennemførelse af en selvfinansieringstransaktion.<sup>115</sup> Om betydningen af denne manglende klarhed nævnes, at selvom en uklarhed knyttet til enkelte bestemmelser næppe kan tillægges afgørende vægt, er det alligevel departementets opfattelse, at det er af en vis betydning om de regler, som efter direktivet kan indføres i national ret, er tilstrækkeligt klare og tydelige.<sup>116</sup> På denne baggrund valgte departementet at fastholde forbuddet.

Departementet synes imidlertid ikke at afvise muligheden for en lempelse på sigt. Således anføres det afslutningsvis, at den endelige beslutning vil blive truffet med udgangspunkt i de andre foretagne høringer, samt i hvorledes de andre nordiske lande vælger at implementere reglerne.

I 2011 blev reglerne om selvfinansieringsforbuddet igen vurderet. Dette skete i den af *Gudmund Knudsen* i januar 2011 udarbejdede rapport om »Forenkling og modernisering av aksjeloven«. I denne rapport stiller Gudmund Knudsen sig kritisk over for en opretholdelse af selvfinansieringsforbuddet og argumenterer for, at selvfinansiering skal kunne finde sted på vilkår svarende i alt væsentligt til de i art. 23 anførte. Som begrun-

---

<sup>112</sup> Justits- og Politidepartementet, Høringsnotat (Snr.200607966 EP PSW/bj), Juli 2007.

<sup>113</sup> Ibid. s. 15.

<sup>114</sup> Ibid. s. 15.

<sup>115</sup> Ibid. s. 16.

<sup>116</sup> Ibid. s. 17.

delse anføres det, at den norske selskabsret da vil komme i trit med den udvikling, som ses i andre lande.

Tilsvarende *Beate Sjøfjell*, der argumenterer for, at forbuddet er en ganske rigid regel, der frustrerer erhvervslivet og leder til høje transaktionsomkostninger og fare for ineffektive løsninger i erhvervslivet. Ligeledes sætter hun spørgsmålstegn ved forbuddets kriminalitetsbekæmpende effekt, dersom generelle selskabsretlige principper og andre kapitalbeskyttelsesregler allerede må anses for tilstrækkelige.<sup>117</sup>

Hverken den af Gudmund Knudsen eller Beate Sjøfjell rejste kritik har dog ført til efterfølgende lovændringer i norsk ret.<sup>118</sup>

### 3.2.5. Sammenfatning

Ovenstående analyse viser, at Norge har fastholdt et forbud mod selvfinansiering. Baggrunden herfor findes i beskyttelsen af selskabets kreditorer, minoritetsaktionærer samt visse andre legitime samfundsmæssige hensyn. På trods heraf viser analysen også, at spørgsmålet om liberalisering af selvfinansieringsforbuddet er omdiskuteret i norsk ret. Således er det anført, at forbuddet hæmmer norske selskaber i at foretage økonomisk ønskværdige transaktioner, samt at en opretholdelse af forbuddet på sigt vil svække Norges konkurrenceevne. I denne henseende ligner den norske kritik den danske og svenske.

I lighed med Sverige gælder der for norske allmennaksjeselskaber grundlæggende et absolut forbud mod selvfinansiering, dog med undtagelse af »Kongens« dispensationshjemmel. Angående aksjeselskaber er der mulighed for at gøre undtagelse i konkrete tilfælde eller generelt ved forskrift, forudsat at visse dispensationsbegrundende forhold foreligger. På dette punkt adskiller de norske regler sig fra de svenske, da der ikke for de svenske privata aktiebolag ses tilsvarende mulighed for at gøre generelle undtagelser, men kun konkret, hvor særlige forhold kan dokumenteres. Ej heller synes det forudsat, at de norske dispensationsregler skal anvendes restriktivt.<sup>119</sup>

Det bemærkes, at der i Norge argumenteres for en opblødning af forbuddet, jf. i særdeleshed Gudmund Knudsens rapport. Såfremt Norge på sigt vælger at lempe reglerne, må det antages, at der vil blive kigget indgående på, hvorledes muligheden for selvfinansiering anvendes i Danmark, jf. Justitsdepartementets høringsnotat. Heri netop, at man bl.a. vil bygge sin beslutning på, hvorledes de andre nordiske lande har valgt at implementere reglerne.

---

<sup>117</sup> Sjøfjell i NTS2009:1-2, pkt. 2.8. samt artiklens opsummering i pkt. 5.

<sup>118</sup> Jf. Woxholth, Selskabsrett, s. 361.

<sup>119</sup> En kritik af det norske dispensationssystem findes hos Sjøfjell i NTS2009:1-2, s. 135ff.

### 3.3. England

#### 3.3.1. Den historiske baggrund

Selvfinansieringsforbuddet – som vi kender det i Danmark og EU – har sit udspring i Engelsk ret, hvor det første gang ses i lovform i den britiske Companies Act 1928.<sup>120</sup> Et forbud mod selskabers bistand til erhvervelse af kapitalandele ses dog allerede forud for kodificeringen i Companies Act 1928. Således kan problematikken allerede iagttages i sagen »Trevor vs. Withworth « fra 1887, hvor det fastlås, at et selskab ikke kan benytte egne midler til at assistere tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet.<sup>121</sup>

Det engelske forbud har, som allerede nævnt, været genstand for betydelig kritik, jf. ovenfor under pkt. 2.1., hvilket bl.a. har medført, at forbuddet med tiden har undergået diverse ændringer. Det centrale indhold i bestemmelsen har dog modstået kritikken og står – i hvert fald indholdsmæssigt – som det oprindeligt gjorde.

Fordi det EU-retlige selvfinansieringsforbud har sine rødder i det engelske forbud, vil praksis fra England have betydning for forståelsen og fortolkningen af det EU-retlige selvfinansieringsforbud.<sup>122</sup> Af samme årsag vil der i det følgende blive inddraget afgørelser fra engelsk retspraksis. Ligeledes synes det relevant at anvende selvfinansieringsreglerne i England som grundlag for en sammenligning med et andet ikke-nordisk land.

England repræsenterer generelt en liberal tilgang til kapitalbeskyttelse, og har gennem de seneste år arbejdet på at lempe selvfinansieringsforbuddet. Resultatet af disse bestræbelser kan til dels iagttages i den nyeste engelske selskabslov – Companies Act 2006 – hvori man har valgt at fjerne selvfinansieringsforbuddet for private companies.<sup>123</sup> For public companies ændrer Companies Act 2006 ikke afgørende på den tidligere retsstilling.<sup>124</sup>

At England, trods et ønske herom, ikke har kunnet liberalisere reglerne for public companies, skyldes at reglerne indtil ændringen af 2. Selskabsdirektiv var underlagt det oprindelige fuldstændige forbud i 2. Selskabsdirektiv.

England har ikke implementeret de muligheder, som 2. Selskabsdirektiv åbner for, hvilket grundlæggende skyldes to forhold. Dels at forarbejdet til Companies Act 2006 er fo-

---

<sup>120</sup> Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 197f. Vedtagelsen af forbuddet i Companies Act 1928 skete på baggrund af anbefalingerne i The Green Committee (Report of the Company Law Amendment Committee (1926) Cmnd 2657 samt the Jenkins Committee (Report of the company law committee, Cmnd. 1749)

<sup>121</sup> For en detaljeret gennemgang af selvfinansieringsforbuddets historiske udvikling se Lowry, *The Prohibition against financial assistance: Constructing a Rational Response*, i Prentice & Reisberg: *Corporate Finance law in the UK and EU*, s. 6ff.

<sup>122</sup> Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 197f.

<sup>123</sup>Jf. Companies Act 2006, Explanatory Notes, note 988. Forud for afskaffelsen kunne et private company kun yde bistand, såfremt betingelserne i den såkaldte »white-wash-procedure« var opfyldt. Proceduren indebar dels en vurdering af selskabets frie reserver samt en solvensmæssig vurdering af selskabet. For en dybdegående gennemgang af white-wash-procedurens enkelte betingelser se Catherine Roberts, *Financial Assistance for the Acquisition of Shares*, chapter 9.

<sup>124</sup> Jf. Companies Act 1985, section 151-158.

retaget forud for den endelige vedtagelse af det ændrede 2. Selskabsdirektiv.<sup>125</sup> Dels, og formentlig endnu vigtigere, fordi den procedure, der skal følges i henhold til art. 23, opfattes som værende så kompleks og besværlig, at det er usandsynligt, at selskaberne vil benytte sig af muligheden.<sup>126</sup>

Dette gør imidlertid ikke en analyse af de engelske regler formålsløs, da der med Companies Act 2006 skete en afvikling af det hidtidige forbud for private companies, hvorfor det er interessant for udviklingen af danske og EU-retlige forhold, at belyse de overvejelser og bevæggrunde der, har ligget bag denne ændring af den engelske retstilstand.

### 3.3.2. Indholdet af de engelske regler

De nuværende engelske selvfinansieringsregler fremstår meget komplekse, og indeholder kun få undtagelser.<sup>127</sup> Forbuddet findes for public companies i Companies Act 2006, section 678(1), og har følgende ordlyd:

*"Where a person is acquiring or proposing to acquire shares in a public company, it is not lawful for that company, or a company that is a subsidiary of that company, to give financial assistance directly or indirectly for the purpose of the acquisition before or at the same time as the acquisition takes place"*

Forudsætningen for en dispositioners karakter af ulovlig selvfinansiering er, at der skal være ydet »financial assistance«. Indholdet af begrebet financial assistance er bredt formuleret og kan antage mange former. Dog må den bistand, der ydes, altid være af finansiel karakter. Dette blev fastslået i dommen *British Commonwealth Holdings plc v Barclays plc* [1996] 1 WLR 1, hvori det udtaltes:

*"[...] the section (section 677) requires that there should be assistance or help for the purpose of acquiring shares and that that assistance should be financial."*

At bistanden skal være af finansiel karakter, står i modsætning til anden »ikke-finansiel støtte«. Afgivelse af almindelige oplysninger vedrørende visse finansielle forhold udgør derfor ikke en overtrædelse af forbuddet.<sup>128</sup> Dette må også anses at være tilfældet efter dansk ret. Begrebet financial assistance afgrænses dog ikke til kun at omfatte monetær bistand. Således vil en overførsel af selskabets aktiver, med det formål at bidrage til selvfinansiering, tillige være omfattet af forbuddet.<sup>129</sup>

Hvad der konkret betragtes som financial assistance er oplistet i section 677. Bestemmelsen nævner »gifts, guarantees, security indemnity, release, waiver, loan«. <sup>130</sup> Herudover er et selskab forbudt at yde »any other financial assistance«, der medfører en re-

---

<sup>125</sup> Skjerve, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 219f.

<sup>126</sup> Jf. Department of Trade and Industry (DTI): *Directive Proposals on Company Reporting, Capital Maintenance and Transfer of the Registered Office of a Company*, marts 2005, s. 36.

<sup>127</sup> Andenæs & Wooldridge, *European Comparative Company Law*, s. 204.

<sup>128</sup> Davies, *Governors' Principles of Modern Company Law*, s. 266. Samt Skjerve, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 205.

<sup>129</sup> Se herom sagen *Catley v Herbert* [1988] 1 NZLR 606.

<sup>130</sup> For en beskrivelse af indholdet af de enkelte støttemuligheder se Stamps, *Practical Company Law and Corporate Transactions*, s. 139ff.

duktion af selskabets aktiver »to a material extent«. Det er kun i det sidstnævnte tilfælde, at det kræves, at der er indtrådt et egentligt tab af nogle af selskabets midler, for at dispositionen falder inden for selvfinansieringsforbuddet. Herom udtaler *Søren Skjerbek*, at de britiske regler indeholder en de minimis-undtagelse. Såfremt denne undtagelse også gælder for dispositioner, der er omfattet af det EU-retlige forbud, udgør den et problem, da det EU-retlige forbud ikke indeholder nogen mulighed for en de minimis undtagelse.<sup>131</sup> Forbuddet omfatter ligeledes bistand ydet efter erhvervelsen, jf. section 678(3).

Det er desuden en betingelse, at den pågældende transaktion er foretaget »for the purpose of that acquisition«. Dette må forstås derhen, at transaktionen skal være foretaget med henblik på, eller som en af flere grunde til en erhvervelse.<sup>132</sup> At forbuddet kan være overtrådt alene, hvor der har været en »forslået« erhvervelse, er bekræftet i praksis, jf. præmisserne i *Charston v SWP Group plc. 2003 1BCLC 675 (CA)*, hvor det udtaltes:

*”a transaction can offend the section even though a person is only »proposing« to acquire shares”.*

En sådan vidtrækkende udstrækning af forbuddet synes at gå videre, end hvad der var gældende efter de tidligere danske regler i hhv. Aktieselskabslovens § 115, stk. 2 og Anpartsselskabslovens § 49, stk. 2.

Den britiske bedømmelse af formålet med dispositionen foretages grundlæggende ud fra de »commercial realities«, hvorved forstås de mere overordnede formål med dispositionen.<sup>133</sup> Ved at inddrage de kommercielle realiteter i dispositionen bliver fokus på helheden i sagskomplekset. Herved trædes tilbage fra de enkelte elementer, og der fokuseres i stedet på baggrunden for transaktionen. En sådan formålsorienteret fortolkningsstil kendes også i dansk og norsk ret<sup>134</sup>. Fortolkningsmåden er rammende beskrevet i sagen *Charterhouse Investment Trust Ltd. V Tempest Diesels Ltd. [1986] 1 BCLC 1*), hvor dommer *Hoffmann* udtaler følgende:

*”One must examine the commercial realities of the transaction and decide whether it can properly be described as the giving of financial assistance by the company, bearing in mind that the section is a penal one and should not be strained to cover transactions which are not fairly within it”*

Companies Act 2006 sections 681 og 682 indeholder visse undtagelser til selvfinansieringsforbuddet. F.eks. er udbytte, der anvendes til erhvervelse af kapitalandele, ikke omfattet af forbuddet, jf. Section 681(2).<sup>135</sup> Den væsentligste undtagelse til selvfinansieringsforbuddet findes imidlertid i Companies Act section 678(2) og har følgende ordlyd:

---

<sup>131</sup> Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsrettens*, s. 205.

<sup>132</sup> Roberts, *Financial Assistance for the Acquisition of Shares*, s. 60.

<sup>133</sup> For en diskussion af begrebet »commercial realities« se Lowry; *The Prohibition against financial assistance: Constructing a Rational Response*, i Prentice & Reisberg: *Corporate Finance law in the UK and EU*, s. 15f.

<sup>134</sup> Jf. bemærkningerne til L 170, 2008-09, s. 325 samt Sjøfjell i NTS2009:1-2, s. 123, se note 56.

<sup>135</sup> I Danmark er denne retsstilling ikke kodificeret, men knæsat gennem retspraksis, jf. bl.a. U2006.2003H.



*“Subsection (1) does not prohibit a company from giving financial assistance for the acquisition of shares in it or its holding company if -*

*(a) the company’s principal purpose in giving the assistance is not to give it for the purpose of any such acquisition, or*

*(b) the giving of the assistance for that purpose is only an incidental part of some larger purpose of the company, and the assistance is given in good faith in the interests of the company.”*

Denne – noget ukonkrete bestemmelse – indeholder den såkaldte »principal-purpose-test«,<sup>136</sup> i medfør af hvilken en disposition ikke vil være omfattet af forbuddet, forudsat det primære formål med bistanden ikke har været tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet, eller forudsat at erhvervelsen er sket som en tilfældig del af større hele.<sup>137</sup> Formålet med bistanden må derfor overvejende være båret af hensynet til selskabets interesse i den påtænkte disposition, snarere end hensynet til tredjemands erhvervelse.

Rækkevidden af denne undtagelse er imidlertid blevet fortolket indskrænkende,<sup>138</sup> jf. sagen *Brady v. Brady [1989] AC 755*, der omhandler en reorganisering af et familieejet selskab med det formål at dele selskabet i to. Baggrunden for denne opsplitning var en ledelsesmæssig hårdknude opstået mellem de to brødre, der tilsammen udgjorde selskabets majoritetsaktionærer, og som truede selskabets videre overlevelse. Opsplitningen var overordnet båret af et ønske om at sikre selskabets overlevelse, men måden, hvorpå opsplitningen foregik, indebar en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet. Spørgsmålet var herefter, om det primære formål med opsplitningen havde været selskabets overlevelse, og selvfinansieringen som følge heraf kun havde været en underordnet del. Retten fandt ikke, at de fordele, der blev opnået henholdsvis ulemper, der blev undgået ved den anvendte fremgangsmåde, kunne begrunde en undtagelse fra selvfinansieringsforbuddet. Således anføres det i dommen:

*“[...] the fact that financial assistance given by the company will produce a benefit for the company does not mean that producing the benefit is a “larger purpose” which will validate the assistance.”*

Med udgangspunkt i *Brady v. Brady* ses, at der skal foreligge meget konkrete og vægtige omstændigheder, samt at selvfinansieringselementet skal have en helt underordnet karakter, før undtagelsen i section 678(2), finder anvendelse. Dermed får den britiske undtagelsesbestemmelse unægtelig et ganske snævert anvendelsesområde.

En nydannelse i Companies Act 2006 – og en potentiel vej uden om selvfinansieringsforbuddet – er bestemmelsen i section 678(3), der vedrører omdannelse af selskaber. Af bestemmelsen fremgår, at hvis et public company omregistreres til et private company,

---

<sup>136</sup> Chan and C. Donald, *Comparative Company Law*, s. 854.

<sup>137</sup> Andenæs and Wooldridge, *European Comparative Company Law*, s. 247, Andreas Chan and C. Donald, *Comparative Company Law*, s. 853ff.

<sup>138</sup> Andenæs and Wooldridge, *European Comparative Company Law*, s. 247.

og registreringen er gennemført på selvfinansieringstidspunktet, vil forbuddet i section 678(1) ikke finde anvendelse.

Afgørende bliver således under hvilken selskabsform, selskabet er registreret på tidspunktet for dispositionens foretagelse. Konkret medfører denne bestemmelse, at et public company – der som bekendt ikke kan yde lovlig selvfinansiering – ville kunne lade sig omregistrere til et private company, og derved yde lovlig selvfinansiering.<sup>139</sup> I praksis kan der være nogle komplikationer forbundet med en sådan omregistrering, bl.a. skal omregistreringen følge en 28 dages periode, inden for hvilken alle involverede parter har mulighed for at protestere.

Muligheden for selskabsomdannelse ændrer imidlertid ikke ved den omstændighed, at adgangen til selvfinansiering for public companies stadig er meget begrænset. Selskabsomdannelse kan derfor næppe anses for en reel undtagelse til selvfinansieringsforbuddet grundet de besværligheder, der må påregnes i forbindelse med en omdannelse. Anskuer man alligevel bestemmelsen som en undtagelse, vil muligheden formentlig alene få betydning for mindre selskaber, hvor omdannelsen vil kunne foretages relativt nemt.

Det bemærkes, at blot fordi et selskab omdannes fra et public company til et private company, så er vejen til betingelsesløs selvfinansiering ikke blotlagt. Det nu omdannede private company må naturligvis stadig overholde de almindelige selskabsretlige grundsatninger. Dette gælder for øvrigt som almindelige betingelser for alle private companies, der yder selvfinansiering.

Således skal en selvfinansiering – ligesom i Danmark – være i »selskabets interesse«, jf. section 172(2), der fastslår, at dispositionen skal være: »likely to promote the success of the company for the benefit of its members«. Solvensmæssige overvejelser spiller også ind, hvorfor selskabet ikke vil kunne yde selvfinansiering, såfremt selvfinansieringen medfører insolvens.<sup>140</sup>

En selvfinansieringssituation tilsiger altså, at man ikke alene konsulterer de bestemmelser, der konkret vedrører selvfinansiering, men også andre mere overordnede selskabsretlige principper, hvis manglende overholdelse ville kunne få betydning ved et eventuelt efterfølgende retsopgør.

Den nyskabte mulighed for selvfinansiering for private companies hjemlet i Companies Act 2006 section 682(1)(a) er et udtryk for, at de engelske lovgivere har valgt at følge anbefalingen om forbuddets afskaffelse for private companies, som fremført i den endelige rapport »The White Paper« fra 2005, jf. straks nedenfor.

### **3.3.3. Baggrunden for det engelske ønske om en lempelse af forbuddet**

England har længe ønsket at lempe på reglerne for selvfinansiering. Baggrunden for dette ønske kan ses i diverse rapporter udarbejdet af forskellige kommissioner. Mange af de overvejelser, der er blevet gjort gennem årene, kan ses i rapporten »The White Paper«

---

<sup>139</sup> Companies Act 2006, explanatory notes 990.

<sup>140</sup> Stamps, Practical company law and corporate transactions, s. 150.

fra 17. marts 2005. Eftersom denne rapport er den nyeste, og samtidig bygger på forudgående arbejder som »Company Law Review« fra 2001 og den efterfølgende »The White Paper« fra 2002, vil udgangspunktet for dette afsnit blive taget i denne rapport.

Formålet med rapporten har overordnet været en modernisering og forenkling af den britiske selskabsret. Til dette formål er der i rapporten opstillet fire overordnede målsætninger.<sup>141</sup> Sammenfattende skal disse målsætninger fremadrettet sikre, at England fortsætter med at være konkurrencedygtig på internationalt plan.

Rapportens overvejelser vedrørende kapitalbeskyttelse og herunder selvfinansiering, viser tydeligt de ovenfor beskrevne liberaliseringsønsker. Således anføres det – i overensstemmelse med anbefalingerne i den tidligere »Company Law Review« – at selvfinansieringsforbuddet for private companies burde ophæves, da det findes urimeligt, at denne selskabstype skulle fortsætte med at bære de omkostninger, der er forbundet med overholdelse af reglerne, da skadelige transaktioner allerede reguleres af andre beskyttelsesregler, såsom reglerne om ledelsens ansvar.<sup>142</sup>

Lovtekniske overvejelser har også spillet en rolle. Således har de regler, der har størst betydning for private companies, tidligere været udformet som undtagelsesbestemmelser. Dette har medført, at private companies først har skullet undersøge de overordnede regler, for derefter at identificere den relevante undtagelse, hvilket bl.a. har medført betydelige omkostninger til rådgivning for sådanne selskaber. Konkret har dette betydet, at private companies har skullet overholde den omkostningskrævende »white-wash-procedure«<sup>143</sup> for at kunne yde lovlig selvfinansiering. Dette har generelt gjort processen for omkostningsfuld i forhold til de fordele, der kunne opnås ved selvfinansieringen.

For så vidt angår public companies har der været, og er der stadig, interesse for at lempe på forholdene for disse. Dette har som tidligere nævnt ikke været muligt, da Companies Act 2006 trådte i kraft før ændringen af 2. Selskabsdirektiv, og dermed på et tidspunkt, hvor der i EU fortsat eksisterede et absolut forbud mod selvfinansiering.<sup>144</sup> Udformningen og indholdet af de undtagelsesbetingelser, som art. 23 oplister, har imidlertid også spillet ind på vurderingen. Således udtaler de engelske lovgivere om disse betingelser:

*"[...] it was not sufficiently attractive to be worth implementing such quasi white-wash procedures into English law".<sup>145</sup>*

Andetsteds anføres det, at proceduren er:

*"complex and onerous and therefore unlikely to be utilised by companies"<sup>146</sup>*

---

<sup>141</sup> The Company Law Reform White Paper, Cm 6456, s. 3.

<sup>142</sup> Ibid., s. 41.

<sup>143</sup> Om indholdet af denne procedure se ovenfor note 101.

<sup>144</sup> Modern Company Law, For a Competitive Economy Company Formation and Capital Maintenance, A Consultation Document from The Company Law Review Steering Group October 1999, s. 7.

<sup>145</sup> Stamps, Practical company law and corporate transactions, s. 131.

<sup>146</sup> Department of Trade and Industry (DTI): Directive Proposals on Company Reporting, Capital Maintenance and Transfer of the Registered Office of a Company, marts 2005, s. 36.

Disse udtalelser må forstås sådan, at de britiske lovgivere ønsker klarhed omkring selvfinansieringsproblematikkens EU-retslige stilling. Sådanne kompromisløsninger, som den nuværende art. 23 er udtryk for, bibringer ikke en afklaring heraf. Derfor synes videre kamp for forbuddets afskaffelse eller for mere overkommelige undtagelser at være et bedre alternativ end at implementere komplekse undtagelser, hvis praktiske værdi synes meget begrænset. Samme betragtninger ses i norsk teori, jf. ovenfor pkt. 3.2.3.

#### **3.3.4. Sammenfatning**

Karakteristisk for de britiske regler er, at man har valgt en konsekvent opdeling mellem private companies og public companies, hvor selvfinansiering er lovlig for førstnævnte, mens der som udgangspunkt gælder et forbud for sidstnævnte. Med afskaffelsen af den omkostningstunge white-wash-procedure fremstår de britiske regler lettere tilgængelige for private companies. Det skal dog bemærkes, at den undtagelsesbestemmelse, der gælder for public companies i section 678(2), hvorefter selvfinansiering er lovlig, forudsat at det ikke har været det bærende element i dispositionen, er svært tilgængelig og frembyder visse fortolkningsvanskeligheder henset til hvornår selvfinansiering har været af »underordnet betydning«. Om den nye bestemmelse i section 678(3) vil medføre, at flere public companies lader sig omdanne til private companies, for derved at komme uden om selvfinansieringsforbuddet, er ikke givet. Det må dog forventes at visse – sandsynligvis mindre – public companies vil benytte sig af denne mulighed, såfremt man forudser et konkret behov for lovlig selvfinansiering. Med den seneste ændring af den engelske selskabslov ses det tydeligt, at man fra engelsk hold fortsat ønsker deregulering af selvfinansieringsområdet. Det kan dog næppe forventes, at de muligheder, de nye EU-retlige regler åbner for, i deres nuværende form vil blive udnyttet i England.

# Kapitel III.

## 4. Betingelserne for lovlig selvfinansiering

### 4.1. Generelt om betingelserne

Uanset at udgangspunktet efter liberaliseringen af kapitaldirektivet i 2006 fortsat er, at der gælder et forbud mod selvfinansiering, blev der med ændringen givet mulighed for, at selvfinansiering kan ydes på visse betingelser. Det er indholdet af de danske betingelser for lovlig selvfinansiering, der danner rammerne om denne afhandlings kapitel III.

Undtagelsen til selvfinansieringsforbuddet fremgår af Selskabslovens § 206, stk. 2, hvorefter et selskab under de i SL §§ 206, stk. 3 og §§ 207-209 angivne betingelser kan yde lovlig økonomisk bistand til tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet. Den finansielle bistand er betinget af, at der foretages en kreditvurdering af de(n), der modtager økonomisk bistand fra selskabet. Ligeledes er bistanden betinget af, at det centrale ledelsesorgan udarbejder en skriftlig redegørelse til aktionærerne om baggrunden for forslaget, selskabets interesse i dispositionen, betingelserne for selvfinansieringens gennemførelse samt de solvens- og likviditetsmæssige konsekvenser, som finansieringen medfører. Endvidere skal generalforsamlingen godkende dispositionen på grundlag af det centrale ledelsesorgans redegørelse, og den økonomiske bistand skal være forsvarlig og alene bestå af frie midler. Endelig skal bistanden være ydet på markedsvilkår.

### 4.2. De enkelte betingelsers nærmere indhold

#### 4.2.1. Skriftlig redegørelse udarbejdet af det centrale ledelsesorgan samt offentliggørelse heraf

Selskabets centrale ledelsesorgan<sup>147</sup> skal i medfør af SL § 207, stk. 1 fremlægge en skriftlig redegørelse om selvfinansieringen for generalforsamlingen. Redegørelsen skal som minimum indeholde oplysninger om (1) baggrunden for forslaget om selvfinansiering, (2) selskabets interesse i selvfinansieringen, (3) de betingelser, der knytter sig til selvfinansieringens gennemførelse, (4) de likviditets- og solvensmæssige konsekvenser som selvfinansieringen medfører, samt (5) den pris tredjemand skal betale for kapitalandele. Redegørelsens betydning må ikke undervurderes, da den, som moderniseringsudvalget udtrykker det, »skal danne grundlag for generalforsamlingens beslutning«.<sup>148</sup>

Ved læsning af selskabslovens forarbejder gives der ingen konkret vejledning i, hvad redegørelsens enkelte punkter skal indeholde. Kravene i § 207, stk. 1, 2. pkt., er minimumskrav, hvorfor ledelsen, såfremt den vurderer, at der er anden og væsentlig information, der skal indgå i generalforsamlingens beslutningsgrundlag, bør dette naturligtvis indarbejdes i redegørelsen.<sup>149</sup> En vis vejledning kan findes i den omstændighed, at en

---

<sup>147</sup> Hvad der i det enkelte selskab udgør det centrale ledelsesorgan fastlægges efter SL § 5, nr. 4.

<sup>148</sup> Betænkning nr. 1498/2008, s. 1024.

<sup>149</sup> Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, s. 596.

mangelfuld redegørelse vil kunne medføre et ansvar for ledelsen.<sup>150</sup> Med dette in mente bør ledelsen udarbejde en omhyggelig og loyal redegørelse indeholdende alle relevante overvejelser, idet en sådan vil kunne friholde ledelsen fra ansvar.<sup>151</sup>

Fra hvem »initiativet« til selvfinansieringen skal udspringe, afklares hverken i art. 23 eller i Selskabsloven.<sup>152</sup> Eftersom redegørelsen skal udarbejdes af selskabets centrale ledelsesorgan, må det følge heraf, at dette organ har kompetence til både at stille forslag om ydelse af selvfinansiering, men også at afvise et sådant forslag.<sup>153</sup> Den kapitalejer eller tredjemand, der ønsker finansiering fra selskabet, må rette henvendelse til det centrale ledelsesorgan, som herefter træffer beslutning om, hvorvidt der skal udarbejdes en redegørelse.

Spørgsmålet er i denne sammenhæng, om en kapitalejer eller tredjemand kan forpligte det centrale ledelsesorgan til at udarbejde en redegørelse? Hertil er svaret nej, hvilket bl.a. må begrundes med, at ledelsen jo står på mål for dispositionens lovlighed. *Henrik Kure*<sup>154</sup> anfører som løsning på spørgsmålet, at en kapitalejer, der er utilfreds med det centrale ledelsesorgan, vil kunne tage initiativ til at udskifte enten hele ledelsen eller blot de nægtende medlemmer med det håb, at en ny ledelse ville udarbejde redegørelsen.<sup>155</sup>

Redegørelsen er tillige underlagt et krav om offentlighed. Dette krav følger af artikel 3 i 1. Selskabsdirektiv (68/151/EØF).<sup>156</sup> I overensstemmelse med de almindelige anmeldelsesfrister, der fremgår af SL § 9, fastslår § 207, stk. 3, at redegørelsen skal offentliggøres i Erhvervsstyrelsens it-system eller være modtaget til offentliggørelse senest 2 uger efter generalforsamlingens godkendelse. Overholdelse af tidsfristen er næppe en gyldighedsbetingelse, men blot et formkrav, hvis overtrædelse straffes med bøde, jf. SL § 367, stk. 1.<sup>157</sup> Kravet om offentliggørelse gør det lettere for bl.a. kreditorerne at forholde sig til de mulige konsekvenser, beslutningen om selvfinansiering medfører.<sup>158</sup> Da betingelsen samtidig indebærer en offentliggørelse af kapitalandelens pris, jf. SL § 207, stk. 1, nr. 5, vil dette formentlig have en vis afskrækkende effekt på nogle selskaber, der vil afstå fra at yde selvfinansiering.<sup>159</sup>

---

<sup>150</sup> Se pkt. 3.2.5.

<sup>151</sup> Krüger Andersen, *Aktie-anpartsselskabsret*, s. 281.

<sup>152</sup> Dette var ellers indeholdt i Kommissionens oprindelige forslag, jf. U2011B.293, s. 295, der henviser til Kommissionens forslag til direktiv om ændring af direktiv. 77/91/EØF, KOM (2004), Bruxelles, 29. oktober 2004.

<sup>153</sup> Kure i U2011B.293, s. 295.

<sup>154</sup> *Ibid.* s. 295.

<sup>155</sup> *Ibid.* s. 295.

<sup>156</sup> Betænkning 1498/2008, s. 1024.

<sup>157</sup> Kure i U2011B.293, s. 295.

<sup>158</sup> Schans Christensen, *Selskabslovens med kommentarer*, s. 564.

<sup>159</sup> Kure i U2011B.293, s. 301.

#### 4.2.2. Baggrunden for forslaget om selvfinansiering

Efter SL § 207, stk. 1 skal ledelsens redegørelse indeholde de nødvendige oplysninger om baggrunden for forslaget om selvfinansieringen. En beskrivelse af baggrunden for forslaget må ses i sammenhæng med den ovenfor under pkt. 4.2.1. beskrevne skriftlige redegørelse, som ledelsen skal udarbejde. En beskrivelse af baggrunden for forslaget vil formentlig i alle tilfælde forekomme naturlig som introduktion til redegørelsen og som forklaring på, hvem der har taget initiativ hertil på hvilken baggrund og med hvilket formål.<sup>160</sup>

#### 4.2.3. Selskabets interesse i selvfinansieringen

En vurdering af selskabets interesse i en påtænkt selvfinansieringsdisposition kræver en afklaring af begrebet »selskabets interesse«. Af SL § 207, stk. 1, nr. 2 ses det ikke, at selvfinansiering ikke må ydes, hvis selskabet ikke har en interesse heri. Imidlertid foreskriver den såkaldte »corporate benefit-doktrin«, der udledes modsætningsvis af selskabslovens § 127,<sup>161</sup> at de dispositioner, som ledelsen foretager på selskabets vegne, skal være i selskabets interesse.<sup>162</sup> Formålet er at beskytte selskabets kapitalejere og kreditorer mod ledelsens og/eller majoritetskapitalejeres misbrug af selskabets midler. En overtrædelse af doktrinen medfører navnlig, at ledelsen kan ifalde erstatningsansvar, såfremt de erstatningsretlige betingelser herfor er opfyldt.<sup>163</sup> Således kan en selvfinansiering, der ensidigt begunstiger en kapitalejer eller lignende, ikke lovligt finde sted.<sup>164</sup>

Det bemærkes, at såfremt ingen selskabsinteresse kan identificeres, må ledelsen over for generalforsamlingen oplyse om den manglende interesse, og fraråde generalforsamlingen at yde den pågældende selvfinansiering. Gør ledelsen ikke dette, er der en nærliggende risiko for, at dispositionen vil være omfattet generalklausulen i SL § 108. Træffes der, på trods af ledelsens anbefalinger, beslutning om ydelse af lovlig selvfinansiering, bør ledelsen nøje overveje at fratræde, således at den ikke bliver gjort medansvarlig i en efterfølgende erstatningssag.<sup>165</sup> Dette skyldes primært, at ledelsen bærer det overordnede ansvar for tabsgivende transaktioner, uanset om beslutningen er godkendt af generalforsamlingen.<sup>166</sup>

Hvilke forhold, der nærmere skal redegøres for, når »selskabets interesse« vurderes, er ikke fastlagt i Selskabsloven.<sup>167</sup> Lovens forarbejder foretager ikke nogen nærmere definition af begrebets materielle indhold, hvorfor begrebet må defineres med udgangspunkt i den selskabsretlige teori. En sådan gennemgang<sup>168</sup> afslører imidlertid forskellige bud på, hvad der selskabsinteressen består i.

---

<sup>160</sup> Kure i U2011B.293, s. 295f.

<sup>161</sup> Kure i U2012B.139, s. 140.

<sup>162</sup> Kure i U2011B.293, s. 295.

<sup>163</sup> Werlauff, m.fl., Aktietilbagekøb & selvfinansierede aktiekøb, s. 50.

<sup>164</sup> Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, s. 596.

<sup>165</sup> Ibid., s. 596.

<sup>166</sup> Ansvarer baserer sig på en culpabedømmelse og er således hverken et objektivt ansvar eller en egentlig hæftelse eller indeståelse, jf. Werlauff, m.fl., Aktietilbagekøb & selvfinansierede aktiekøb, s. 50.

<sup>167</sup> Bunch & Schans Christensen i U2011.B.1, s. 10.

<sup>168</sup> Den mest omfattende analyse af selskabsinteressen i dansk ret findes i Sofsruds disputats, Bestyrelsens beslutninger og ansvar, s. 233ff.

Udgangspunktet for *Erik Werlauffs* definition er, at selskabets interesse ikke alene udgøres af summen af selskabsdeltagernes interesse, der indgår tillige prioriterede »delinteresser« med indbyrdes rangfølge i form af selskabsdeltagerne, selskabskreditorerne, medarbejderne og potentielle medkontrahenter og samfundet. Herunder tælles også konkrete omstændigheder, der kan ændre på den indbyrdes rangfølge, således at visse hensyn prioriteres forud for andre.<sup>169</sup>

*Thorbjørn Sofsrud* antager, at selskabsinteressen relaterer sig til interessen hos det økonomiske residualssubjekt, der konkret må forstås som kapitalejerne eller, i tilfælde af selskabets konkurs, selskabskreditorerne.<sup>170</sup>

Set i forhold til selskabslovens generalklausuler antager *Lars Bunch & Jan Schans Christensen*, at det afgørende er, om beslutningen er truffet i overensstemmelse med kapitalejernes kollektive interesse såvel som kreditorinteressen.<sup>171</sup> Med udgangspunkt i et moderselskabs ledelsesret i koncernforhold antager *Andreas Tamasaukas*, at de selskabsretlige generalklausuler ikke er udtryk for en mere generel grundsætning om, at selskaber har en selvstændig egen interesse.<sup>172</sup>

Om udøvelsen af det skøn, det centrale ledelsesorgan foretager ved vurderingen af en påtænkt selvfinansieringsdisposition antager *Jan Schans Christensen*, at dette bør ske under særlig hensyntagen til kapitalejernes kollektive, langsigtede interesse i at se værdien af selskabet stige. Dog er det ikke ønskeligt at kræve, at enhver disposition, som et selskabsorgan træffer, kan påvises at tilgodese kapitalejerne. Afgørende må være, at den linje, som lægges på lang sigt, er egnet til at tjene kapitalejernes interesse.<sup>173</sup>

Selskabets interesse i en selvfinansiering kan ifølge *Søren Høgh Thomsen & Martin Christian Kruhl*<sup>174</sup> bestå i hensynet til kapitalejersammensætningen og kapitalejernes interesse i, mulighed for og lyst til at udvikle selskabet. Således antager forfatterne, at der vil kunne fremsættes gode argumenter for et selskabs interesse i at yde økonomiske bistand.

Om med hvilken vægt »selskabsinteressen« som selvstændig betingelse skal indgå i den samlede vurdering af alle lovens betingelser, anfører sidstnævnte forfatterne følgende:<sup>175</sup>

*"Selskabets mulighed for at bidrage med økonomisk bistand bør ikke »strande« på denne betingelse om selskabets interesse, når de øvrige betingelser for ydelse af den økonomiske bistand er opfyldt, herunder navnlig forsvarlighedskriteriet, hvor hensynet til selskabets øvrige interesser indgår som et naturligt led."*

---

<sup>169</sup> Werlauff, *Selskabsmasken* (disputats), s. 23ff.

<sup>170</sup> Sofsrud, *Bestyrelsens beslutninger og ansvar*, s. 259.

<sup>171</sup> Jf. Bunch & Schans Christensen i U2011.B.1., s. 10.

<sup>172</sup> Tamasaukas, *Erhvervslivets lånoptagelse*, s. 228f.

<sup>173</sup> Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 250.

<sup>174</sup> Høgh Thomsen & Christian Kruhl i NTS2011:3, s. 57.

<sup>175</sup> *Ibid.*, s. 57f.



Forfatterne kan formentlig tages til indtægt for en nedtoning af vigtigheden af en dokumenteret selskabsinteresse, eftersom denne tilstrækkeligt varetages gennem selskabslovens øvrige betingelser.

På baggrund af det i teorien anførte, må der ved vurderingen af, om lovlig selvfinansiering er i selskabets interesse, foretages en helhedsbedømmelse af den påtænkte transaktion. Denne helhedsbedømmelse må inddrage mange forskellige og til tider modsatrettede interesser hvilket samlet set betyder, at selskabets interesse må afvejes over for de fordele og ulemper, som selvfinansieringen indebærer for selskabet. På baggrund heraf må det sikres, at selskabets ulemper ved finansieringen ikke overskygger fordelene.<sup>176</sup>

Eksemplerne på, hvad der for selskabet kan betragtes som ulemper, er mange, og omstændighederne må vurderes konkret med udgangspunkt i det enkelte selskab. Helt overordnet kan man – som anført af *Frederik von Barnekow* – overveje, om det overhovedet er i selskabets interesse, at medvirke til lovlig selvfinansiering, dersom en udlodning af selskabets midler slanker selskabet likviditetsmæssigt.<sup>177</sup> Der synes altså – som anført af *Henrik Kure* – at være indbygget en interessekonflikt i selve selvfinansieringsbegrebet, idet interessen i at modtage finansieringen næsten altid vil være dominerede i forhold til interessen i at yde den.<sup>178</sup>

Af umiddelbare fordele kan imidlertid nævnes et ønske fra selskabets side om at inddrage en tredjemand med særlig »know-how« i selskabets ejerkreds.<sup>179</sup> Bortset fra sådanne særlige forhold kan selskabet formentlig ikke påvise nogen egentlig interesse i sine ejerforhold, idet det som udgangspunkt må være et selskab uvedkommende, hvem der er selskabets kapitalejere.<sup>180</sup>

Som påpeget af *Morten Melander* kan ledelsen over for kapitalejerne benytte det argument, at jo bedre købers finansiering er, desto højere pris for kapitalandele vil man kunne opnå.<sup>181</sup> Mens dette argument utvivlsomt kan have stor praktisk betydning, har selskabet teoretisk næppe nogen selvstændig legitiminteresse i, at dets ejere kan få en høj pris ved salg af kapitalandele i selskabet, hvis dette sker på bekostning af selskabets interesse.<sup>182</sup>

En interesse kan muligvis også udledes af selskabets kapitaltilstand. Hvis selskabet er stærkt kapitaliseret og likvidt, kan interessen f.eks. bestå i at selskabet kan opnå et højere afkast ved udlån til tredjemands erhvervelse af kapitalandele end ved andre investeringer. Det forhold, at selskabet »har råd« til at yde selvfinansiering, er dog ikke i sig selv ensbetydende med, at det nødvendigvis vil være i selskabets interesse. Hvis selskabet

---

<sup>176</sup> Kure i U2011B.293, s. 296.

<sup>177</sup> von Barnekow i R&R.2009.07.0062, s. 66.

<sup>178</sup> Kure i U2011B.293, s. 297.

<sup>179</sup> Schans Christensen, *Selskabsloven med kommentarer*, s. 563.

<sup>180</sup> Bunch & Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, s. 596.

<sup>181</sup> Melander i ET2007, nr. 3 s. 175-184, s. 180. Se også Krüger Andersen & Engsig Sørensen i NTS 2005:3, s. 64f.

<sup>182</sup> Kure i U2011B.293, s. 297.

derimod er svagt kapitaliseret og likviditeten ringe, må ledelsens fokus i højere grad sigte på en varetagelse af selskabets kapitalberedskab, og vurderingen må følgelig være stærkt påvirket heraf.

Kravet om vurdering af selskabets interesse i selvfinansieringen tilfører for så vidt ikke noget nyt i forhold til, hvad der allerede må antages at gælde på ulovbestemt grundlag, når ledelsen agerer på selskabets vegne.<sup>183</sup> Kodificeringen af kravet tjener formentlig alene det formål at indikere, at generalforsamlingens godkendelse ikke er tilstrækkelig til at fritage selskabets ledelse for at varetage selskabets interesse.<sup>184</sup>

Set i forhold til ovenstående kan det i praksis vise sig vanskelig at operere med et krav om »selskabets interesse«. Dette skyldes primært den usikkerhed, der er forbundet med fastlæggelsen af begrebets materielle indhold. Problemerne opstår navnlig ved vurderingen af, hvilke hensyn, der skal være bestemmende. Således fremstår begrebet »selskabets interesse« som et mangfoldigt begreb, der rummer mange forskellige interesser, delinteresser og hensyn, afhængig af hvilken synsvinkel selvfinansieringsspørgsmålet betragtes ud fra. Dette stiller med andre ord betydelige krav til den undersøgelse, ledelsen må foretage forud for en eventuel anbefaling af økonomisk støtte til tredjemand. På baggrund af overvejelser som disse synes den betragtning, som *Søren Høgh Thomsen & Martin Christian Kruhl* anfører, om at selskabsinteressen kan være tilgodeset gennem opfyldelse af lovens øvrige betingelser, at være ganske pragmatisk og fornuftig set fra en praktisk synsvinkel.

#### **4.2.4. Betingelser for selvfinansieringens gennemførelse**

Redegørelsen skal efter SL § 207, stk. 1, nr. 3 også indeholde oplysninger om »de betingelser der knytter sig til gennemførelsen«. Herom udtaler *Henrik Kure*, at det ikke er klart, om betingelserne for gennemførelsen relaterer sig til gennemførelsen af selvfinansieringen eller til gennemførelsen af tredjemands erhvervelse henholdsvis tegning af kapitalandele i selskabet. Han konkluderer, at bestemmelsen formentlig henviser til betingelserne for gennemførelsen af selvfinansieringen. I praksis vil selvfinansieringen og tredjemands erhvervelse henholdsvis tegning ofte være nært forbundne, hvorfor det vil være naturligt at beskrive begge dele i redegørelsen.<sup>185</sup>

##### *4.2.4.1. Likviditets- og solvensmæssige konsekvenser for selskabet*

En forudsætning for, at selskabet overhovedet kan foretage selvfinansiering, er, at der foretages en undersøgelse af, om selskabet har likviditet og solvens til at gennemføre transaktionen. Denne undersøgelse må ses i sammenhæng med ledelsens almindelige pligt til at opretholde et forsvarligt kapitalberedskab.<sup>186</sup> Vurdering af de likviditets- og solvensmæssige konsekvenser skal indgå i ledelsens skriftlige redegørelse, jf. SL § 207, stk. 1, nr. 4.

---

<sup>183</sup> Krüger Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret*, s. 281.

<sup>184</sup> Kure i U2011B.293, s. 296.

<sup>185</sup> *Ibid.*, s. 297.

<sup>186</sup> *Ibid.*, s. 297.

For di selskabets ledelse bærer det overordnede ansvar for selvfinansieringens lovlighed, er det i ledelsens interesse at give så retvisende et billede af selskabets økonomi som muligt. Dette kræver en omfattende analyse af selskabets økonomiske forhold, således at det sikres, at den pågældende finansiering kan rummes inden for selskabets økonomiske kapacitet.<sup>187</sup>

De likviditets- og solvensmæssige konsekvenser for selskabet var et omdiskuteret punkt i forbindelse med kommissionens revidering af 2. Selskabsdirektiv. Kommissionen foreslog derfor, at selskabet skulle opretholde sin likviditet og solvens de efterfølgende 5 år<sup>188</sup> gennem udarbejdelse af en detaljeret pengestrømsanalyse.<sup>189</sup> Kravet er udeladt af den endelige direktivtekst og er derfor heller ikke en del af selskabsloven.<sup>190</sup>

Fjernelsen af femårsreglen må vurderes at gøre det mindre bureaukratisk og mindre omkostningsfuldt at yde selvfinansiering, hvilket i praksis kan medvirke til en øget anvendelse af muligheden for selvfinansiering.<sup>191</sup> Ledelsen er imidlertid ikke afskåret fra at udarbejde en pengestrømsanalyse og lade den indgå i sin redegørelse. Er ledelsen ligefrem i besiddelse af en sådan eller er den let anskaffelig, er det anbefalelsesværdigt at vedlægge den, da man i så fald medvirker til at skabe et for generalforsamlingen endnu mere oplyst beslutningsgrundlag.<sup>192</sup>

#### 4.2.4.2. Tredjemands pris for kapitalandelene

Det foreskrives i SL § 207, stk. 1, nr. 5, at det af redegørelsen skal fremgå hvilken »pris« tredjemand skal betale for kapitalandele. Kravet er vigtigt, fordi redegørelsen efterfølgende skal offentliggøres, jf. ovenfor. Af selskabslovens bestemmelse fremgår alene et krav om, at prisen skal offentliggøres, mens det i ændringsdirektivet fremgår, at den pris, tredjemand skal betale, desuden skal være »rimelig«.

Formålet med denne rimelighedsbetingelse er at sikre, at de eksisterende beholdninger af kapitalandele ikke udvandes.<sup>193</sup> Kravet må derfor gælde, hvor tredjemand erhverver kapitalandele fra selskabets egen beholdning af kapitalandele eller tegner kapitalandele som led i en kapitalforhøjelse.

Et krav om rimelig pris kan imidlertid ikke opretholdes, hvor køber ved hjælp af selvfinansiering erhverver allerede udstedte kapitalandele. Dette skyldes, at vederlaget da tilfalder den sælgende kapitalejer frem for selskabet, hvorfor de eksisterende beholdninger af kapitalandel ikke udvandes.<sup>194</sup>

---

<sup>187</sup> Werlauff, m.fl., Aktietilbagekøb & selvfinansierede aktiekøb, s. 52.

<sup>188</sup> For en gennemgang af femårsreglen samt kritik heraf se Eilis Ferran i Simplification of European Company Law on Financial Assistance, i European Business Organization Law Review, Vol. 6, No. 1, 2005, s. 98.

<sup>189</sup> Kommissionens forslag til direktiv om ændring af direktiv 77/91/EØF, KOM (2004) 730 endelig udgave, Bruxelles, 29. Oktober 2004.

<sup>190</sup> Kure i U2011B.293, s. 297.

<sup>191</sup> Skjerve, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 190.

<sup>192</sup> Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, s. 596.

<sup>193</sup> Werlauff, m.fl., Aktietilbagekøb & selvfinansierede aktiekøb, s. 51.

<sup>194</sup> Kure i U2011B.293, s. 297.

Da Selskabsloven ikke indeholder et krav om, at tredjemand skal betale en rimelig pris, kan det ikke kræves, at et dansk kapitalselskab skal sikre sig dette. Begrundelsen herfor er det EU-retlige princip om, at en medlemsstat ikke kan påberåbe sig et direktiv over for dens borgere eller virksomheder, hvis direktivet ikke er implementeret i national ret.<sup>195</sup> Det vil således ikke være i strid med Selskabsloven, hvis en kapitalejer som led i en kapitalforhøjelse i selskabet tegner nye kapitalandele til en pris, der ikke er rimelig.<sup>196</sup>

Eftersom betingelserne i art. 23 er minimumsregler, forudsættes det, at de lande, der vælger at implementere reglen i national ret, som minimum gør dette på de i direktivet fastsatte betingelser.<sup>197</sup> Sker dette ikke, vil det generelle selvfinansieringsforbud risikere at blive udhulet i national ret. Således kan der argumenteres for, at når Selskabsloven ikke opstiller et krav om rimelig pris, fremstår de danske regler formelt mere lempelige end de betingelser, som art. 23 opstiller. Dermed er Selskabslovens § 207, stk. 1, nr. 5 næppe i overensstemmelse med Danmarks EU-retlige forpligtigelser.<sup>198</sup>

Hvor selskabet har mere end én kapitalejer, vil selskabets minoritetskapitalejere kunne anfægte en selvfinansiering til favørkurs under henvisning til, at en sådan favørkurs er i strid med ligeretsgrundsætningen i SL § 45,<sup>199</sup> der har til formål at beskytte selskabsdeltagerne mod forskydninger i deres indbyrdes relation. En tegning til favørkurs må derfor kræve samtykke fra samtlige de kapitalejere, hvis stilling forringes.<sup>200</sup>

#### **4.2.5. Generalforsamlingens godkendelse**

En forudsætning for selvfinansieringens lovlighed er generalforsamlingens godkendelse, jf. SL § 207, stk. 2. Tidsmæssigt skal godkendelsen foreligge, inden beslutningen effektueres, men behøver ikke afvente offentliggørelse, jf. § 207, stk. 3.<sup>201</sup> Generalforsamlingens godkendelse må naturligvis træffes på baggrund af den udarbejdede redegørelse, hvilket tilsiger, at ledelsen bør være grundig i sin udarbejdelse heraf.

At beslutningen træffes på grundlag af den af ledelsen udarbejdede redegørelse medfører også, at beslutningen skal træffes på baggrund af et konkret forslag om selvfinansiering. Således kan generalforsamlingen ikke på forhånd bemyndige ledelsen til at træffe beslutning om ydelse af økonomisk bistand.<sup>202</sup>

Kravet om selvstændig generalforsamlingsgodkendelse af det enkelte forslag er blevet kritiseret i teorien. Kritikken har især været rettet imod godkendelse af den enkelte be-

---

<sup>195</sup> Engsig Sørensen & Runge Nielsen, EU-Retten – en forkortet udgave, s. 142f.

<sup>196</sup> Kure i U2011B.293, s. 297.

<sup>197</sup> Skjerbek, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 188.

<sup>198</sup> Kure i U2011B.293, s. 298.

<sup>199</sup> En beskrivelse af ligeretsgrundsætningens indhold findes hos Schans Christensen, Kapitalselskaber, 3. udg., 2009, s. 147ff.

<sup>200</sup> Madsbøll Tidemann & Dyrup Jensen i Justitia nr. 3, 2011, s. 27.

<sup>201</sup> Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, s. 595.

<sup>202</sup> Betænkning nr. 1498/2008, s. 1024.

slutning i selskaber med flere ejere. Således anser *Ellis Ferran* kravet for at være en begrænsning af reglernes praktiske anvendelighed. Antagelsen begrundes således:

*"The time-critical and commercially sensitive nature of many corporate finance transactions is likely to mean that obtaining transaction specific ex ante shareholder approval is often simply not feasible, particularly for listed companies with widely dispersed shareholdings."*<sup>203</sup>

Tilsvarende *Henrik Kure*, der anser det for tvivlsomt, om lovlig selvfinansiering overhovedet vil være praktisk relevant for selskaber med mere end én ejer, bortset fra ved generationsskifter.

For så vidt angår helejede selskaber påpeger han, at generalforsamlingens godkendelse som regel er uproblematisk, hvorfor kravet om godkendelse af det konkrete forslag næppe udgør nogen større hindring for reglens anvendelse.<sup>204</sup> Samme konklusion når *Paul Krüger Andersen*, der antager, at godkendelsen i sig selv næppe volder vanskeligheder i de mange selskaber, hvor ejerskabet er koncentreret.<sup>205</sup>

#### 4.2.5.1. Generalforsamlingens vedtagelseskrav

Vedtagelseskravet følger af SL § 207, stk. 2, hvorefter generalforsamlingens godkendelse træffes med samme majoritet, som kræves til vedtægtsændringer. Det betyder, at beslutningen som udgangspunkt skal godkendes med 2/3 af såvel de afgivne stemmer som af den repræsenterede kapital, jf. SL § 106. Hermed opstår der risiko for, at selvfinansiering kan gennemføres uden samtykke fra en stor del aktionærerne.<sup>206</sup>

Såfremt der i selskabets vedtægter stilles yderligere krav til beslutning om vedtægtsændring, må generalforsamlingen formentlig være bundet af disse, også ved afstemning om lovlig selvfinansiering.

Generalforsamlingen må desuden respektere generalklausulen i SL § 108, der har til formål at sikre, at der på generalforsamlingen ikke træffes beslutninger, som er egnede til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller kapitalsselskabets bekostning. Generalklausulen aktualiseres kun ved kvalificerede former for udnyttelse (misbrug) af stemmeretten.<sup>207</sup>

Foruden generalklausulen må generalforsamlingen også respektere ligeretsgrundsætningen i SL § 45.<sup>208</sup> Ligeretsgrundsætningen har selskabsdeltagerne som interessesubjekt, og beskytter disse mod forskydninger i deres indbyrdes relation.<sup>209</sup> Ligeretsgrundsætningen tilgodeses ved samtykke givet fra de kapitalejere, hvis retsstilling forringes ved selvfinansieringen.

---

<sup>203</sup> Ferran, Simplification of European Company Law on Financial Assistance, i *European Business Organization Law Review*, Vol. 6, No. 1, 2005, s. 96.

<sup>204</sup> Kure i U2011B.293, s. 296 og 301.

<sup>205</sup> Krüger Andersen, *Aktie-anpartsselskabsret*, s. 281.

<sup>206</sup> von Barnekow i R&R2009.07.0062, s. 2.

<sup>207</sup> Krüger Andersen, *Aktie-anpartsselskabsret*, s. 425.

<sup>208</sup> Kure i U2011B.293, s. 298.

<sup>209</sup> Schans Christensen, *Kapitalsselskaber*, s. 147ff og 152.

I sammenhæng hermed kan man spørge, om det med udgangspunkt i ligeretsgrundsættningens principper kan antages, at en kapitalejer ville kunne have en berettiget forventning om også at modtage økonomisk støtte, når selskabet tidligere har ydet støtte til andre kapitalejere? Herom antager *Erik Werlauff, Louise Guldbæk Larsen & Dorte Riskjær Larsen*, at en sådan forventning må kunne støttes på SL § 45.<sup>210</sup> Samme opfattelse findes hos *Paul Krüger Andersen & Karsten Engsig Sørensen*.<sup>211</sup> Anderledes *Henrik Kure*, der vurderer, at dette er at strække ligeretsgrundsætningen for langt. I stedet bør en kapitalejer, der følger sig forbigået, tilbageholde sit samtykke til transaktionen, frem for at håbe på, at de andre kapitalejere også vil stemme for, hvis vedkommende senere skulle fremsætte ønske om selvfinansiering fra selskabet.

Virksomheden af ligeretsgrundsætningen er, at eventuelle minoritetskapitalejere vil kunne blokere for beslutningen på generalforsamlingen ved at undlade at give deres samtykke til dispositionens gennemførelse. Dette, sammenholdt med at en disposition potentielt ville kunne anfægtes i medfør SL § 108, medfører, at lovlige selvfinansiering i selskaber med mere end én kapitalejer, vil kunne vise sig meget svært gennemførlig.<sup>212</sup>

#### 4.2.5.2. *Habilitetsmæssige overvejelser*

Et andet vigtigt spørgsmål i forbindelse med generalforsamlingens godkendelse er spørgsmålet om (in)habilitet. Nærmere bestemt, om den kapitalejer, der ønsker at modtage økonomisk støtte, kan deltage i og stemme på generalforsamlingen. Svaret må findes i en modsætningslutning fra SL § 86.<sup>213</sup> Bestemmelsen forhindrer en kapitalejer i at stemme på generalforsamlingen om søgsmål mod kapitalejeren selv, eller om kapitalejeren eget ansvar over for selskabet, eller i søgsmål om andre(s) ansvar, hvis kapitalejeren har en væsentlig interesse heri. Modsætningslutningen må forstås således, at når selvfinansiering ikke er nævnt blandt de i bestemmelsen oplyste situationer, hvor der foreligger inhabilitet, vil vedkommende kapitalejer ikke være inhabil ved generalforsamlingens godkendelse af selvfinansiering.

#### 4.2.6. **Kreditvurdering af modtagerkredsen**

Selskabets centrale ledelsesorgan skal ifølge SL § 206, stk. 3 sikre, at der foretages en individuel kreditvurdering af den kreds, der modtager selvfinansieringen. Kredsen af modtagere kan være fysiske eller juridiske personer. Det bemærkes, at der skal være tale om en individuel vurdering, hvorefter hver enkelt modtager skal gøres til genstand for en vurdering. I medfør heraf kan en (særlig) positiv vurdering af én enkelt eller flere modtagere således ikke »rette op« på en mindre positiv vurdering af andre modtagere.<sup>214</sup>

Afgørende for vurderingen er, hvilken form for bistand der ydes. Ydes der et »lån«, skal kreditvurderingen angå køberen. Konkret må kreditvurderingen tage udgangspunkt i

---

<sup>210</sup> Werlauff, m.fl., *Aktietilbagekøb & selvfinansierede aktiekøb*, s. 49f.

<sup>211</sup> Krüger Andersen & Engsig Sørensen i NTS2005.3, s. 65, note 6.

<sup>212</sup> Kure i U2011B.293, s. 298.

<sup>213</sup> Werlauff i U2009B.143, s. 147, Schaumburg Müller & Werlauff, *Selskabsloven med kommentarer*, s. 824 samt Bunch & Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, s. 595 (note 4).

<sup>214</sup> Høgh Thomsen & Christian Kuhl i NTS2011:3, s. 56.

risikoen for, at lånet ikke – rettidigt – tilbagebetales. Med andre ord har kreditvurderingen direkte betydning for sandsynligheden af, at lånet bliver tilbagebetalt.<sup>215</sup>

Ydes bistanden i form af »sikkerhedsstillelse« vil både køber og finansieringskilden skulle kreditvurderes.<sup>216</sup> I denne sammenhæng har kreditvurderingen indirekte betydning i form af risikoen for, at den eller de banker, som sikkerhedserklæringen er givet over for, vil få brug for at udnytte den stillede sikkerhed. I disse tilfælde må kreditvurderingen foretages i forhold til akkvisitionslånet.<sup>217</sup>

Set i sammenhæng med tidspunktet for selvfinansieringsbetingelsernes iagttagelse, må den foretagne kreditvurdering – tidsmæssigt – have en nær tilknytning til selvfinansieringsdispositionen. Således vil det næppe være acceptabelt at anvende f.eks. en et år gammel kreditvurdering. Omvendt vil en kreditvurdering indhentet i et stabilt marked et stykke tid forud for dispositionen formentlig være acceptabel.<sup>218</sup>

Kreditvurderingen må også ses i sammenhæng med det almindelige krav om forsvarlighed, hvorefter selskabets økonomiske bistand ikke må overstige, hvad der er forsvarligt i forhold til selskabets økonomiske stilling, jf. SL § 208, 1 og 2 pkt.<sup>219</sup> Kriteriet er et udslag af den almindelige pligt for selskabets ledelse til at handle forsvarligt, herunder sikre et forsvarligt kapitalberedskab, jf. SL § 115, nr. 5, § 116, nr. 5 og § 118, stk. 2. Pligten til at sikre et forsvarligt kapitalberedskab strækker sig også til tiden efter selvfinansieringens gennemførelse, hvilket ledelsen må have for øje ved udarbejdelsen af kreditvurderingen.

Svifter det centrale ledelsesorgan i udarbejdelsen af sin kreditvurderingen, vil der kunne blive tale om et personligt ansvar for ledelsesmedlemmerne efter SL § 361<sup>220</sup> eller de i SL kap. 23 oplyste straffebestemmelser<sup>221</sup> Det centrale ledelsesorgan bør derfor ikke tage for »let« på udarbejdelsen af sin kreditvurdering.

Formålet med kreditvurderingen er, som anført i forarbejderne at:

*”bidrage til at afdække, om en eventuel økonomisk bistand sker på et økonomisk forsvarligt grundlag med passende hensyn til selskabets generelle interesser og samlede forpligtelser.”<sup>222</sup>*

Forarbejderne indeholder imidlertid ingen oplysninger om, hvad kreditvurderingen konkret skal indeholde. Ledelsen er dermed overladt et relativt bredt skøn ved udarbej-

---

<sup>215</sup> Kure i U2011B.293, s. 298f.

<sup>216</sup> Lerche-Gredal & Bang i INSPRI, nr. 4, 2011, s.26.

<sup>217</sup> Kure i U2011B.293, s. 298f.

<sup>218</sup> En diskussion af problematikken findes hos Svensson & Krarup i NTS2010, nr. 2, s. 103.

<sup>219</sup> Friis Hansen & Valdemar Krenchel, Dansk selskabsret 2, s. 316.

<sup>220</sup> von Barnekow i R&R2009.07.0062, s. 66.

<sup>221</sup> Betænkning nr. 1498/2008, s.1023.

<sup>222</sup> Betænkning nr. 1498/2008, s.1023.

delsen heraf. Som eksempler på, hvad der bør indgå i kreditvurderingen, anfører Søren Høgh Thomsen & Martin Christian Kruhl:<sup>223</sup>

*"Det er vanskeligt at opsætte specifikke krav til vurderingen. Det siger sig selv, at de konkrete omstændigheder ved den påtænkte økonomiske bistand vil få afgørende betydning for vurderingen. Sådanne omstændigheder vil navnlig kunne være, hvorvidt parterne er interesseforbundne (udover den fælles interesse i, at selskabet skal yde den økonomiske bistand), soliditet og finansiel styrke hos modtager og selskabet, eventuel sikkerhedsstillelse, generelle markedsvilkår m.v. Når disse elementer tages i nærmere betragtning, vil det ses, at elementerne bliver delvist sammenfaldende med de elementer, som også nødvendigvis må indgå ved den (almindelige) forsvarlighedsvurdering"*

At ledelsen skulle have en pligt til at antage ekstern hjælp fra f.eks. en bank, revisor eller advokat, kan ikke kræves.<sup>224</sup> Behovet herfor må ledelsen selv vurdere i den enkelte situation. Det synes dog nærliggende, i situationer, hvor det er vanskeligt at afgøre, om en modtager af støtte er tilstrækkeligt økonomisk velfunderet, at gøre brug af sagkyndige rådgivere.<sup>225</sup>

Ud fra bestemmelsens ordlyd påhviler der alene ledelsesorganet en pligt til at påse, at der reelt bliver foretaget en kreditvurdering. Hvordan denne kreditvurdering faktisk foretages, synes i denne sammenhæng underordnet. Betydningen af en uvildig kreditvurdering er dog ikke uvæsentlig set fra et ledelsesmæssigt perspektiv. Således vil den bevismæssige værdi af en kreditvurdering foretaget af f.eks. selskabets egen økonomi-afdeling kunne blive aktuel under en efterfølgende retssag.<sup>226</sup>

Til bestemmelsen knytter sig også et krav om, at bistand kun bør ydes, hvis det forventes at også »en professionel långiver vil være villig til at stille midler til rådighed.«<sup>227</sup> Som professionelle långivere forstås i denne sammenhæng banker, realkreditinstitutter mv.<sup>228</sup> Hvad der nærmere ligger i dette krav tager forarbejderne ikke stilling til, hvorfor dets indhold må forsøges afgrænset negativt.

Kravet skal næppe forstås derhen, at selskabets ledelse selv skal foretage en hypotetisk vurdering af en professionel långivers lånevillighed, da en sådan vurdering fordrer et betydeligt indblik i bankernes udlånspolitik. Ligeledes kan der næppe heller stilles krav om, at der skal foreligge et konkret tilsagn fra en bank om at ville yde den potentielle køber et lån, lige så vel som det ikke kan kræves, at de aftalte vilkår faktisk kan opnås i markedet.<sup>229</sup> Var dette tilfældet, ville den lovlige selvfinansiering miste sin værdi som finansieringsmulighed, da bistanden i så fald bindes op på vilkår fastsat i konkrete banklånstilsagn.<sup>230</sup> Se videre nedenfor under pkt. 4.2.8.

---

<sup>223</sup> Høgh Thomsen & Christian Kuhl i NTS2011:3, s. 56.

<sup>224</sup> Svensson & Krarup i NTS 2010, nr. 2, s. 101.

<sup>225</sup> Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, s. 562.

<sup>226</sup> Svensson & Krarup i NTS2010, nr. 2, s. 101 med dertilhørende eksempel.

<sup>227</sup> Betænkning nr. 1498/2008, s.1023.

<sup>228</sup> Ibid s. 1023.

<sup>229</sup> Lerche-Gredal & Bang i INSPRI, nr. 4, 2011, s.26.

<sup>230</sup> von Barnekow i R&R2009.07.0062, s. 66.



Kravet må formentlig forstås derhen, at bistanden skal ydes på vilkår, der ikke ligger »fjernt« fra, hvad en professionel ville forlange. At vilkårene ikke nødvendigvis skal være identiske, må ses i sammenhæng med, at selskabet jo ikke driver professionel udlånsvirksomhed, hvorfor der formentlig ikke kan afkræves samme kendskab til lånemarkedet, som ved sådanne virksomheder.

Fordi det er vanskeligt at opsætte specifikke krav til kreditvurderingen, og da kreditvurderingen ikke kan adskilles fra forsvarlighedskriteriet, herunder i særdeleshed risikoen for at ifalde personligt ansvar, jf. SL § 361, må det forventes, at det centrale ledelsesorgan i de selskaber, der påtænker en lovlige selvfinansiering, vil agere meget forsigtigt, og måske endda fravælge den lovlige selvfinansiering til fordel for f.eks. en efterfølgende udlodning af udbyttet.<sup>231</sup>

#### **4.2.7. Forsvarligt inden for de frie reserver**

SL § 208, 3.pkt., fastsætter en absolut øvre grænse for hvor stort et beløb, der kan anvendes til lovlige selvfinansiering. Ifølge bestemmelsen må selskabet kun anvende »frie reserver«, som efter SL § 180, stk. 2 kan anvendes til udlodning af ordinært udbytte. Henvisningen til § 180, stk. 2 betyder, at der kun kan ydes selvfinansiering med beløb, som i selskabets seneste godkendte regnskabsår er opført som overført overskud, samt reserver, som ikke er bundet i henhold til lov eller vedtægter med fradrag for overført underskud.

At beløbet skal være overført som overskud i selskabets senest godkendte årsrapport, medfører at overskud optjent i indeværende regnskabsår – og som vil kunne anvendes til udlodning af ekstraordinært udbytte – ikke kan anvendes til selvfinansiering.<sup>232</sup> Såfremt et sådant overskud skal kunne bidrage til at løfte finansieringsbyrden for en køber, må dette udloddes gennem efterfinansiering.<sup>233</sup>

På dette punkt er der forskel på reglerne om selvfinansiering og reglerne om erhvervelse af egne kapitalandele, idet SL § 197, stk. 1, 1.pkt. fastslår, at hvis et kapitalselskab erhverver egne kapitalandele mod vederlag, kan dette ske med midler, der i henhold til § 182, stk. 3 kan udbetales som ekstraordinært udbytte.<sup>234</sup> Det kan næppe antages, at denne forskel har været lovgivningsmæssigt tilsigtet.<sup>235</sup>

Det må videre antages, at det ej heller er muligt at anvende midler, der er opstået ved »koncerninterne transaktioner«, der alene har haft til formål at skabe frie reserver i et selskab med henblik på udlodning som udbytte.<sup>236</sup>

Eftersom det ikke er et krav, at selskabet råder over likvide midler svarende til det udbytte, der agtes udbetalt, vil selskabet, såfremt de for udbyttebetalingen knyttede betingelser, herunder forsvarlighedskriteriet er opfyldt, kunne optage lån i f.eks. ubelånte

<sup>231</sup> Lerche-Gredal & Bang i INSPRI, nr. 4, 2011, s.27, uddybende om denne finansieringsform se pkt. 5.

<sup>232</sup> Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, s. 597.

<sup>233</sup> Høgh Thomsen & Christian Kruhl i NTS2011:3, s. 58. Se nærmere nedenfor under pkt. 5.

<sup>234</sup> Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, s. 597.

<sup>235</sup> Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, s. 564.

<sup>236</sup> Schaumburg-Müller & Werlauff, Selskabsloven med kommentarer, s. 759.

ejendomme for at betale udbytte.<sup>237</sup> Netop fordi § 208, 3.pkt. direkte henviser til § 180, stk. 2, må dette antages også at gælde i forbindelse med selvfinansiering.<sup>238</sup>

Fordi de midler, der kan anvendes til selvfinansiering, skal kunne rummes inden for selskabets frie reserver, og dermed svarer til, hvad der gælder for udbyttebetaling, kan der fra et kreditorbeskyttelsesperspektiv argumenteres for, at en lovlig selvfinansiering i princippet ikke øger risikoen for selskabets kreditorer, da kreditorerne i forvejen må påregne, at selskabets frie reserver vil forlade selskabet gennem betaling af udbytte.<sup>239</sup>

At det af årsrapporten fremgår, at der er frie midler, der kan anvendes til udbetaling af udbytte, og dermed selvfinansiering efter SL § 206, stk. 2, kan ikke isoleret tages til udtryk for, at det vil være forsvarligt at foretage selvfinansiering. Det centrale ledelsesorgan skal derfor løbende vurdere selskabets økonomiske stilling, og hvis det viser sig, at den økonomiske stilling er dårligere end forventet, må det centrale ledelsesorgan vurdere den foreslåede selvfinansiering i forhold til disse nye oplysninger. Med andre ord har det centrale ledelsesorgan en pligt til konkret at vurdere, om selskabets økonomiske situation i tiden mellem regnskabsårets afslutning og datoen for selvfinansieringen er forringet i et sådan omfang, at selvfinansiering ikke længere er forsvarlig.<sup>240</sup> Det bemærkes dog, at det er de frie reserver på tidspunktet, hvor den økonomiske bistand ydes, der er afgørende for, om lånet er lovligt. Et efterfølgende fald i de frie reserver vil således ikke medføre, at et i øvrigt lovligt ydet lån skal tilbagebetales.<sup>241</sup>

Det vil næppe heller være i strid med reglerne at yde økonomisk bistand midt i året, hvor selskabets frie reserver skønnes at være på toppunktet, selvom de efterfølgende reduceres med et forventet underskud.<sup>242</sup>

At ledelsen generelt har en forpligtigelse til at påse, at dispositionen er forsvarlig, følger af ledelsens almindelige pligt til at påse, at selskabet har et forsvarligt kapitalberedskab, jf. ovenfor under pkt. 4.2.6. Således er det centrale ledelsesorgan ansvarlig for, at selskabet også efter selvfinansieringen har et forsvarligt kapitalberedskab.

#### *4.2.7.1. Selskabet som moderselskab*

Vurderingen af dispositionens forsvarlighed er naturligvis konkret, og afhænger af den sammenhæng hvori selskabet indgår. Er selskabet et moderselskab, må forsvarligheden vurderes under hensyntagen til hele koncernens økonomiske stilling, jf. SL §§ 6-7. Omvendt vil forsvarligheden alene skulle bedømmes ud fra det selvfinansierende selskabs økonomiske stilling, hvis det ikke er et moderselskab.<sup>243</sup>

#### *4.2.7.2. Regnskabsmæssige konsekvenser*

---

<sup>237</sup> Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, s. 509.

<sup>238</sup> Svensson & Krarup i NTS2010, nr. 2, s. 102.

<sup>239</sup> Schans Christensen i R&R nr. 1 2009, s. 29. Se også note 39.

<sup>240</sup> Schaumburg-Müller & Erik Werlauff, Selskabsloven med kommentarer, s. 758.

<sup>241</sup> Steffensen m.fl., Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven, s. 364.

<sup>242</sup> Steffensen m.fl., Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven, s. 364.

<sup>243</sup> Kure i U2011.B.239, s. 299.

Den regnskabsmæssige følge af lovlig ydet selvfinansiering fremgår af årsregnskabslovens § 35a, stk. 1, 1.pkt.,<sup>244</sup> hvorefter et beløb svarende til lånet, sikkerhedsstillelsen eller den økonomiske bistand skal omkvalificeres fra posten »overført overskud« eller anden post under egenkapitalen, der kan anvendes til udbytte, til posten »reserve for udlån og sikkerhedsstillelse«.

Hvorledes selskabet skal forholde sig til denne reserve fremgår af § 35a, stk. 1, 2. pkt. Således kan reserven hverken elimineres med virksomhedens underskud eller formindskes på anden måde. Der er med andre ord tale om en »bunden reserve«. Det betyder, at et beløb svarende til den ydede bistand ikke kan benyttes til udlodning, andre lån eller anden sikkerhedsstillelse for kapitalejere og ledelse m.v. Reservens kan heller ikke overføres til selskabskapital, da en sådan overførsel ville være at sidestille med indskud af en fordring på en aktionær, hvilket ikke er tilladt efter Selskabsloven.<sup>245</sup> Reservens reduceres alene i takt med, at lånet nedbringes eller bringes til ophør, jf. § 35a, stk. 1, 3.pkt.

#### 4.2.8. Sædvanlige markedsvilkår

Efter SL § 209 må lovlig selvfinansiering kun ydes på »sædvanlige markedsvilkår«. Kravet omfatter såvel finansiering af tredjemands erhvervelse af allerede udstedte kapitalandele samt tegning af kapitalandele som led i en kapitalforhøjelse.<sup>246</sup>

Bestemmelsens formål er at sikre, at selskabets midler ikke stilles til rådighed for tredjemand på vilkår, der forfordeler visse eksisterende kapitalejere eller på urimelig vis forringer kreditorernes stilling, jf. SL § 127.<sup>247</sup> Svigter det centrale ledelsesorgan i denne henseende vil det kunne føre til et erstatningsansvar for de enkelte medlemmer, jf. pkt. 4.2.6.

Forudsætningen for betingelsens opfyldelse er dermed, at lånet er ydet på rimelige og forsvarlige vilkår, især hvad angår rente, sikkerhedsstillelse og kreditvurdering.<sup>248</sup> Kravet fordrer, at selskabets centrale ledelsesorgan foretager en reel risikovurdering i forbindelse med ydelse af den økonomiske bistand.<sup>249</sup>

Om den målestok, der skal anvendes ved vurdering af, om dispositionen er i overensstemmelse med markedsvilkårene, anfører »Moderniseringsudvalget« følgende:

*”Midlerne må således kun stilles til rådighed, hvis det forventes, at også en professionel långiver, eksempelvis en bank eller et realkreditinstitut, vil være villig til at stille midler til rådighed.”<sup>250</sup>*

---

<sup>244</sup> For en nærmere beskrivelse af bestemmelsens indhold se Steffensen m.fl., Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven, kommentaren til § 35a.

<sup>245</sup> Ibid., s.364f.

<sup>246</sup> Indeholder en kapitalforhøjelse et favørelement, er dette ikke ensbetydende med, at dispositionen ikke kan være på sædvanlige markedsvilkår, jf. Betænkning nr. 1498/2008, s. 1025.

<sup>247</sup> Betænkning nr. 1498/2008, s. 1026.

<sup>248</sup> Schaumburg Müller & Werlauff, Selskabsloven med kommentarer, s. 830.

<sup>249</sup> Ibid., s. 831

<sup>250</sup> Betænkning nr. 1498/2008, s. 1024.

*Nicholas Lerche-Gredal & Niels Bang* antager i overensstemmelse hermed,<sup>251</sup> at begrebet må forstås derhen, at selvfinansieringen skal ydes på samme betingelser, som en uafhængig kreditor ville tilbyde.<sup>252</sup>

Anderledes *Paul Krüger Andersen*, der antager, at bestemmelsen følgelig ikke bør læses således, at tilsvarende vilkår faktisk kan opnås i markedet.<sup>253</sup> Som eksempel nævnes, at det under den nuværende finanskrise let kan tænkes, at bankfinansiering af en virksomhedsovertagelse ikke kan opnås, men at det selskab, der skal overtages, selv er i stand til at medvirke til finansieringen. Heri er der intet odiøst.<sup>254</sup>

Enig heri er *Søren Høgh Thomsen & Martin Christian Kruhl*,<sup>255</sup> der dog påpeger, at den omstændighed, at en professionel kreditgiver må antages at ville stille midler til rådighed på samme vilkår, giver en vis betryggelse for det centrale ledelsesorgan, der skal udarbejde redegørelsen til generalforsamlingen, og er ansvarlige herfor efter Selskabslovens almindelige ansvarsregler.

*Henrik Kure* anfører, at såfremt målestokken er de vilkår, som tredjemand kan opnå i et pengeinstitut, mister muligheden for lovlig selvfinansiering noget af sin »glans«, eftersom køber da ligeså godt kan skaffe sig finansieringen i det pågældende pengeinstitut.<sup>256</sup> Han henviser i stedet til en sammenligning med de vilkår, som selvfinansiering sædvanligvis ydes på, eller de vilkår, som koncernselskaber sædvanligvis yder lån til og kautionerer og stiller sikkerhed for.<sup>257</sup> Forfatteren er dog selv opmærksom på problematikken med et sådant sammenligningsgrundlag og anfører, at en sammenligning med sådanne vilkår er delvis cirkulær og i et eller andet omfang udvander betingelsen om sædvanlige markedsvilkår.<sup>258</sup>

Såfremt de øvrige betingelser for lovlig selvfinansiering er opfyldte, hvorefter minoritetsaktionærernes og selskabskreditorernes interesser er behørigt varetaget, og hvis selvfinansieringsreglerne skal have nogen berettigelse som selvstændig finansieringsform, kan der formentlig næppe stilles krav om, at markedsvilkårene skal være identiske med dem, en uafhængig kreditor vil tilbyde. Et sådan krav vil yderligere forudsætte, at selskabet har et solidt indblik i bankers udlånspolitik, hvilket vil gøre selvfinansieringsproceduren endnu mere kompliceret, jf. også ovenfor pkt. 4.2.6.

#### 4.2.8.1. Udblik til skatteretten

---

<sup>251</sup> Samt Ministeriets besvarelse af spørgsmål 4 ad L 170 og L 171 stillet af Erhvervsudvalget d. 20. april 2009.

<sup>252</sup> Lerche-Gredal & Bang i INSPRI, nr. 4, 2011, s.24-27, s. 26.

<sup>253</sup> Krüger Andersen, Aktie-anpartsselskabsret, s. 282.

<sup>254</sup> Ibid., 282.

<sup>255</sup> Høgh Thomsen & Christian Kuhl i NTS2011:3, s. 59.

<sup>256</sup> Kure i U2011.B.239, s. 299.

<sup>257</sup> Ibid., s. 299.

<sup>258</sup> Ibid., s. 299.

Da Selskabsloven ikke nærmere definerer selve begrebet »markedsvilkår«, kan der skules til fagdiscipliner. Relevant i denne sammenhæng er skatteretten.<sup>259</sup> En analyse af begrebet sædvanlige markedsvilkår foretaget med udgangspunkt i skatteretlig teori angår elementer som rente, lånets løbetid og aktiekursen. Disse elementer er alle kodificeret i det såkaldte »armslængdeprincip«, jf. Ligningslovens § 2.<sup>260</sup>

En disposition, der ikke er foretaget på armslængdevilkår er udtryk for, at vilkårene er styret og dikteret af andre hensyn end almindelige kommercielle og markedsbestemte hensyn. Armslængdeprincippet er således en betegnelse for de markedsbestemte sædvanlige og normale vilkår, som uafhængige parter ville have aftalt under tilsvarende omstændigheder.<sup>261</sup> Princippet omfatter alle forbindelser mellem parterne, herunder låneforhold.<sup>262</sup>

Såfremt en disposition strider mod armslængdeprincippet, medfører dette, at dispositionen vil blive underlagt en »skattemæssig korrektion«, jf. LL § 2.<sup>263</sup> Herved forstås, at man nægter at anerkende de værdier, hvortil parterne selv har handlet, og i stedet sætter en objektiv markedsværdi på den partsydelse, som vurderes i strid med armslængdeprincippet.

Korrektionen består ved lån mellem interesseforbundne i en »rentekorrektion«, såfremt den rente, som parterne har aftalt, ikke stemmer med den, som den uafhængige parter ville have fastsat i en tilsvarende situation. Renten fastsættes til markedsrenten, der defineres som den rente, som uafhængige parter ville have fastsat i et tilsvarende låneforhold.

Hvorledes markedsvilkårene, herunder markedsrenten, konkret udfindes i relation til LL § 2, fremgår af Skatteministeriets besvarelse af spørgsmål 256 (Alm. del) stillet af Skatteudvalget d. 30. maj 2006, hvor følgende anføres.<sup>264</sup>

Ved armslængdeprøven foretages som udgangspunkt en sammenligning med sammenlignelige lån mellem uafhængige parter. Ved denne sammenligning er det nødvendigt indledningsvist at identificere de »væsentligste karakteristika« ved lånet, samt de transaktioner, der eventuelt skal anvendes som sammenligningsgrundlag. Formålet hermed er bl.a. at afdække den risiko, långiver har ved det konkrete arrangement. Konkret foretages der en vurdering af, om fordringen er sikret eller usikret, hvor stort lånebeløbet er, om der pålægges en sanktion ved misligholdelse af fordringen, og hvilken tilbagebetalingsprofil, der er på fordringen (stående lån eller løbende afdrag).

---

<sup>259</sup> Da Selskabsloven henhører under Erhvervsstyrelsens ressortområde, vil det afgørende være styrelsens vurdering af markedsvilkårene. På forespørgsel rettet af Svensson og Krarup, udtales at *"det typisk vil være skattemyndighederne der foretager vurderingen"*, jf. NTS2010, nr. 2 s. 98.

<sup>260</sup> Se herom Wittendorff, Armslængdeprincippet i dansk og international skatteret, 2009.

<sup>261</sup> Pedersen, m.fl., Skatteretten 2, s. 395.

<sup>262</sup> Ligningsvejledningen, Selskaber og aktionærer 2012, S.I.1.2.3.

<sup>263</sup> Werlauff, Selskabsskatteret, 2012, s. 378ff.

<sup>264</sup> <http://www.ft.dk/samling/20051/almudel/sau/spm/356/svar/264992/292492/index.htm>, se også Fogh, m.fl., Selskabsbeskatning, s.482ff.

Herefter foretages en kreditvurdering af modtageren. Baggrunden er, at der ved sammenligning skal anvendes fordringer med samme risikoprofil for at opnå sammenlignelighed mellem de kontrollerede og de ikke kontrollerede transaktioner.

Af praksis fremgår, at i de situationer, hvor der i låneforhold med interessefællesskab, enten ikke er fastsat nogen rente, eller at den rente, der er fastsat, er for lav, vil renten ofte blive korrigeret til diskontoen plus 4 %, <sup>265</sup> jf. bl.a. U2007.3040H, hvor et aktieselskab, hvis hovedaktivitet var investering i værdipapirer, havde en mellemregningskonto med ægtefællerne, der ejede selskabet med hver 50 %. Som følge af diverse ændringsaf-taler blev forrentningen i løbet af nogle år nedjusteret til 0 %. Skattemyndighederne fikserede herefter en renteudgift svarende til diskontoen plus 4 %. Højesteret fandt, at ægtefællerne i fællesskab kontrollerede selskabet, og at de aftalte vilkår om forrentning af mellemregningskontoen ikke var i overensstemmelse med, hvad der kunne være opnået mellem uafhængige parter. Højesteret fandt endvidere ikke grundlag for at tilsidesætte skattemyndighedens skøn med hensyn til størrelsen af den fikserede rente og stadfæstede dommen. <sup>266</sup>

Se tilsvarende SKM2008.9.HR, hvor skatteyderen sammen med sin mand have udlånt ca. 1,1 mio. kr. til deres fælles anpartsselskab. Lånet var uforrentet, ligesom der heller ikke var stillet sikkerhed. Skattemyndighederne fikserede renten til diskontoen plus 4%. Byretten opretholdt rentefikseringen og fandt ikke, at det generelle materiale om forskellige låneformers forrentning, som skatteyderen havde fremlagt, var vejledende for selskabets lånemuligheder uden en sædvanlig sikkerhed. Dette støttedes bl.a. af, selskabets havde betalt en højere rente end den fikserede rentesats til selskabets faste bankforbindelse for et lån, for hvilket der var stillet sikkerhed. <sup>267</sup>

Det bemærkes, at det ikke er enhver afvigelse fra markedsrenten, der fører til rentekorrektion. Således foretages der ikke korrektion, hvor parterne kan dokumentere en forretningsmæssig begrundelse for rentefrihed eller et renteniveau under markedsrenten, jf. således U2008.679H, hvor en hovedanpartshavers indvilligelse i at udskyde rentebetalinger på et lån, han havde ydet sit selskab, blev anset for forretningsmæssigt begrundet, da selskabet havde økonomiske vanskeligheder, hvorfor der ikke blev foretaget nogen rentekorrektion efter LL § 2.

Det vil være fremgået, at det ikke er ganske oplagt, hvorledes det nærmere vurderes, om en selvfinansiering er ydet på sædvanlige markedsvilkår. Således vil der med fordel kunne kigges mod skatteretten, hvor fastlæggelse af markedsvilkårene sker ved en vurdering af lånets relevante karakteristika, herunder lånets forrentning, dets størrelse, løbetid, den stillede sikkerhed og låntagers kreditværdighed mv. Det bemærkes, at vurderingen altid er individuel, hvorfor de nævnte karakteristika kan optræde med forskellig vægt afhængig af den konkrete situation. Hvor skatteyderen ikke har kunnet dokumentere, at den aftalte rentesats er i overensstemmelse med markedsrenten, synes

---

<sup>265</sup> Fogh, m.fl., Selskabsbeskatning, s. 488ff.

<sup>266</sup> Se også TfS2009.963V, der er behandlet af Svensson & Krarup i NTS2010, nr. 2, s. 99.

<sup>267</sup> Se også TfS2009.963V og TfS2009.232 der er behandlet af Svensson & Krarup i NTS2010, nr. 2, s. 99.

praksis at underkaste forholdet en fikseret rente svarende til diskontoen plus 4%.<sup>268</sup> Som argumenteret for ovenfor, kan bestemmelsens uklarhed samt de besværligheder, der er forbundet med udfindelse af markedsvilkårene, muligvis føre til, at en mindre afvigelse fra markedsrenten accepteres. For at sikre sig, at en selvfinansiering sker på markedsvilkår, må det centrale ledelsesorgan generelt overveje, om man skal udbede sig sikkerhed for lånet enten som pant i de selvfinansierede kapitalandele eller i andre aktiver tilhørende tredjemand.<sup>269</sup> Videre bør selskabet sikre sig, at det modtager en modydelse, som nogenlunde modsvarer værdien af den ydede finansiering til gengæld for ydelsen af selvfinansiering. Dette kan dog særligt ved kaution og sikkerhedsstillelse vise sig svært at opfylde.<sup>270</sup> Det afgørende må i det hele taget være, at det centrale ledelsesorgan kan dokumentere, at vilkårene har været overvejet, og at man rimeligvis har kunnet konkludere, at vilkårene var sædvanlige på selvfinansieringstidspunktet.<sup>271</sup>

## 5. Efterfinansiering – et alternativ til lovlig selvfinansiering?

Forud for lovliggørelsen af selvfinansiering eksisterede der i forbindelse med virksomhedsoverdragelser en praksis, hvorefter køberen gældssatte sig for at præstere den for overtagelsen nødvendige købesum. Efter overtagelsen blev køberens gæld nedbragt med udbytte fra selskabet. Denne konstruktion er af *Erik Werlauff* benævnt »efterfinansiering«.<sup>272</sup> Det overvejes – overordnet – i det følgende, om efterfinansiering i fremtiden vil udgøre et alternativ til selvfinansieringsproceduren.

Efterfinansieringens lovlighed begrundes med, at Selskabslovens udbytteregler har karakter af »lex specialis«, og dermed forrang frem for selvfinansieringsforbuddet, jf. U2006.145H, hvor Højesteret udtaler, at der hverken i aktieselskabslovens ordlyd eller forarbejder gives fornødent holdepunkt for at antage, at en planlagt efterfinansiering med frie midler, der udloddes i overensstemmelse med aktieselskabslovens § 110, indebærer en overtrædelse af forbuddet mod selvfinansiering i lovens § 115, stk. 2. Efterfinansiering udgør dermed et alternativ til den lovlige selvfinansiering efter SL § 206, stk. 2,<sup>273</sup> spørgsmålet er blot om det er et attraktivt alternativ?

Overordnet fremstår proceduren enkel og velafprøvet i praksis. Likviditetsmæssigt medfører efterfinansiering imidlertid, at midler endegyldigt forlader selskabet med den konsekvens, at selskabets egenkapital formindskes. En efterfinansiering efterlader dermed selskabet økonomisk svækket, hvilket bl.a. sås ved overtagelsen af TDC. Her medførte en fuldt lovlig efterfinansiering, at selskabets egenkapital reduceredes fra ca. 45

---

<sup>268</sup> Pedersen, m.fl., Skatteretten 2, s. 415.

<sup>269</sup> Melander i ET2007, nr. 3, s. 175-184, s. 181.

<sup>270</sup> Kure i U2011.B.239, s. 299.

<sup>271</sup> Samme konklusion synes Kure at nå *ibid.*, s. 299.

<sup>272</sup> Werlauff i U2009.143, s. 146.

<sup>273</sup> En gennemgang af forskellige akquisitionsfinsieringsformer samt en analyse af disse i lyset af det selskabsretlige forbud mod selvfinansiering (dagældende ASL § 115, stk. 2) findes hos Illum & Krog Andersen i ET2007.4.

mia. til 3. mia. kr.<sup>274</sup> Hvor svækket selskabet reelt bliver, afhænger følgelig af størrelsen af de udloddede midler.

Ved lovlig selvfinansiering sker der derimod ikke nogen reduktion i selskabets egenkapital, da den kapitalafgang som lånet medfører, erstattes af en fordring mod tredje-  
mand.<sup>275</sup> Et selskabs beslutning om at anvende fri egenkapital til lovlig selvfinansiering vil således efter omstændighederne kunne stille selskabets kreditorer bedre, end hvis selskabet vælger at udlodde den frie egenkapital som udbytte med henblik på efterfinansiering, da midler således definitivt forlader selskabet.

Det ses, at efterfinansiering faktisk udgør et alternativ til lovlig selvfinansiering. Forskellen mellem de to metoder skal findes i de forskellige likviditetsbelastninger, som hver metode medfører. Hvilken af de to metoder der vil blive benyttet mest, eller om de vil blive anvendt kombineret vil blive overvejet i kapitel IV.

## Kapitel IV

### 6. Sammenfatning og komparativ perspektivering

I det følgende foretages en sammenfatning og komparativ perspektivering af de i afhandlingen fundne resultater. Herunder vil også visse de »lege ferenda-betragtninger« blive inddraget.

Anskuet komparativt med skandinavisk ret ses, at selvfinansiering er reguleret uensartet i de analyserede lande. Således fremstår de danske regler som de mest liberaliserede, eftersom der i både Sverige og Norge fortsat eksisterer et absolut forbud mod selvfinansiering for de til aktieselskaber svarende selskabstyper.

Det vil være fremgået, at adgangen til ydelse af selvfinansiering i Sverige alene eksisterer for anpartsselskaber, og da kun hvor der konkret gives dispensation, der igen er betinget af, at visse særlige forhold foreligger, det være sig f.eks. et ønske om bistand til generationsskifte. For så vidt angår Norge kan der gives dispensation for begge selskabstyper, om end kun i begrænset omfang for aktieselskaber. Det er værd at bemærke, at der kan konstateres en opblødningstendens i Sverige og Norge, hvor Norge fremstår som det land, hvor tendensen er stærkest. Hvorvidt disse opblødningstendenser vil resultere i konkrete lovændringer, må fremtiden vise.

I afhandlingen ses, at England ikke har implementeret art. 23. Dette forekommer ejendommeligt, fordi England længe har kæmpet for et lempede kapitalregime. Begrundelsen skal findes i, at betingelserne indeholdt i art. 23 betragtes som besværlige og komplekse, og i det hele må betragtes som en kompromisløsning. I stedet har England valgt

---

<sup>274</sup> Neville m.fl., Den nye selskabslov, s. 296.

<sup>275</sup> Friis Hansen & Valdemar Krenchel, Dansk selskabsret 2, s. 315.



at ændre på den tidligere retstilstand, således at selvfinansiering for private companies nu er lovlig. I tilknytning hertil har man indført en ny lovbestemmelse, der giver public companies relativ let adgang til at omdanne sig til private companies. Om samspillet mellem disse to nyskabelser i engelsk ret vil føre til flere selvfinansieringer må tiden vise. Der er dog næppe tvivl om, at ændringerne har gjort selvfinansiering lettere i England. Dette skyldes ikke mindst afskaffelsen af white-wash-proceduren. Hvor selvfinansiering for public companies undtagelsesvis er lovlig, forudsætter dette, at selvfinansieringselementet er af ganske underordnet betydning. Denne undtagelse har eksisteret i England længe, og bringer for så vidt intet nyt til den britiske retstilstand.

Formålet med indførelse af reglerne om lovlig selvfinansiering i dansk selskabsret var bl.a. at give selskaberne større fleksibilitet og handlefrihed. Forudsætningen for, at selskaberne oplever en sådan øget fleksibilitet og handlefrihed er eksistensen af et regelsæt, der fastlægger en procedure, der fra selskabernes side opfattes som overkommelig og gennemførlig.

At dette er tilfældet med Selskabslovens regler om lovlig selvfinansiering er tvivlsomt. Således udtrykker selvfinansieringsbetingelserne en ganske omfattende proces, der ikke alene er tidskrævende, men også ganske omkostningsfuld.<sup>276</sup> Dette skyldes ikke mindst de påpegede fortolkningsmæssige vanskeligheder og usikkerheder, der er knyttet til de enkelte betingelsers indhold og rækkevidde.

Hvor selskabsinteressen beskrevet er det påvist, at der er betydelige usikkerheder knyttet til denne betingelses indhold, idet det ikke nærmere fremgår hvad selskabets interesse består i. Således kan man spørge, om selvfinansiering overhovedet kan anses for at være i selskabets interesse? Det er påvist, at selvfinansiering i visse situationer kan være i selskabets interesse, f.eks. i forbindelse med erhvervelse af know-how.

Det må endvidere antages, at kravet om at finansieringen skal foretages på markedsvilkår, i praksis vil virke hæmmende for udøvelsen af lovlig selvfinansiering. Dette skyldes dels, at fastlæggelsen af markedsvilkår forudsætter grundige undersøgelser af markedet med udgangspunkt i de præcise forhold, finansieringen knytter sig til, samt en subjektiv kreditvurdering af modtagerkredsen. Såfremt kravet om markedsvilkår må forstås derhen, at samme vilkår skal kunne opnås ved en uafhængig kreditor, vil den lovlige selvfinansieringens attraktivitet formindskes, og dens praktiske anvendelighed overflødiggøres.<sup>277</sup> I denne sammenhæng synes kravet om offentliggørelse tillige at kunne virkende hæmmende, da dette muligvis vil afholde nogle virksomheder fra at yde selvfinansiering.

Videre påvises kravet om kreditvurdering af modtagerkredsen at udgøre en begrænsning i reglernes praktiske anvendelighed. Foruden den konkrete usikkerhed, der er forbundet med selve kreditvurderingen, hvor alle relevante forhold vedrørende låntager må afdækkes, sammenholdt med den risikovillighed, selskabet er villig til at påtage sig, må dette krav særligt ses i sammenhæng med, at det centrale ledelsesorgan er underlagt et personligt ansvar ved ydelse af lovlig selvfinansiering. Det synes usandsynligt, at med-

---

<sup>276</sup> Kure i U2011.B.239, s. 302.

<sup>277</sup> von Barnekow, R&R2009.07.0062, s. 4.

lemmerne af ledelsen er villige til at risikere et personligt ansvar for en disposition, hvis lovlighed er forbundet med betydelig usikkerhed.

Vurderet i sammenhæng med Selskabslovens andre regler begrænses selvfinansieringsreglernes effektivitet yderligere. Således udgør den beskyttelse, som SL §§ 45 og 108 yder minoritetsaktionærer og selskabskreditorer, så stærkt et værn, at lovlig selvfinansiering må anses som meget vanskeligt gennemførlig i selskaber med mere end én ejer. Disse beskyttelsespræceptive regler hindrer med andre ord selvfinansieringsreglerne fra at bibringe erhvervslivet den tilsigtede fleksibilitet.

Den fremtidige anvendelse af reglerne er da også diskuteret i teorien. Således antager *Erik Werlauff*, at betingelserne næppe er vanskelige at opfylde i praksis, hvorfor det antageligt i mange tilfælde vil blive den praktiske hovedregel, at det er selskabet selv, der kommer til at finansiere sin overtagelse.<sup>278</sup>

Tilsvarende *John Svensson & Mathias Krarup*, der vurderer, at betingelserne i §§ 206-209 bliver lette at opfylde, og at selvfinansiering efter den nye lempelse må antages at blive den primære finansieringsform.<sup>279</sup>

Kritisk er imidlertid *Henrik Kure*, der vurderer, at omend reglerne for en umiddelbar betragtning tilbyder en vis fleksibilitet, vil omkostningerne og usikkerheden forbundet med processen medføre, at reglerne kun vil få ganske begrænset, om overhovedet nogen, betydning i praksis.<sup>280</sup>

*Paul Krüger Andersen* vurderer, at såfremt undtagelsesreglerne viser sig at være udformet og blive administreret på en sådan måde, at alle virksomhedsovertagelser, som er i selskabets interesse og ikke skader kreditorerne, kan gennemføres, er forbuddet pr. definition velbegrundet. I så fald vil den praktiske hovedregel blive, at der kan gennemføres selvfinansiering.<sup>281</sup>

Afgørende bliver dermed, hvorledes reglerne vil blive administreret i praksis. Såfremt de bliver administreret restriktivt, må det forudses, at færre vil benytte sig af muligheden. I dette tilfælde vil den hidtidige forståelse af selvfinansieringsforbuddet fortsat være relevant.<sup>282</sup>

Sammenlignet med efterfinansiering fremstår selvfinansieringsprocessen som betydeligt mere besværlig. Således vil efterfinansiering grundet sin simple og velafprøvede konstruktion udgøre et fuldgældigt alternativ til selvfinansiering, og der er næppe grundlag for at antage, at efterfinansiering vil blive erstattet af muligheden for selvfinansiering. *Henrik Kure* antager ligefrem, at efterfinansiering i mange tilfælde vil være at foretrække frem for selvfinansiering.<sup>283</sup> Som eksempel kan nævnes større virksomhedsover-

---

<sup>278</sup> Neville, m.fl., Den nye selskabslov, s. 296.

<sup>279</sup> Svensson & Krarup i NTS2010, nr. 2, s. 97 og 107.

<sup>280</sup> Kure i U2011.B.239, s. 301.

<sup>281</sup> Krüger Andersen, Aktie-anpartsselskabsret, s. 280.

<sup>282</sup> Ibid., s. 280.

<sup>283</sup> Kure i U2011.293, s. 301.

tagelser. Sådanne overtagelser er generelt underlagt et tidspres, og er ofte betinget af, at fremtidige mål og strategier hemmeligholdes. Disse mål ville kunne forhindres af betingelserne for lovlig selvfinansiering.<sup>284</sup> Man bør dog stedse erindre, at efterfinansiering medfører en reduktion af selskabets egenkapital, hvilket ikke ses hos selvfinansiering.

Besvarelse af denne afhandlings problemformulering rejser nogle ganske centrale spørgsmål. Således kan det overvejes, om tiden er løbet fra selvfinansieringsforbuddet, herunder om forbuddet overhovedet varetager noget legitimt beskyttelseshensyn og i givet fald, om forbuddet er proportionelt.

Der er næppe tvivl om, at selvfinansiering i yderste konsekvens kan forringe kreditorernes retsstilling, men dette er jo tilfældet ved enhver ufornuftig håndtering af selskabets midler, herunder udbyttebetalinger, der på tilsvarende vis forringer kreditorernes mulighed for at få tilbagebetaling. Desuden kan det overvejes, hvorvidt det beskyttelseshensyn, som forbuddet varetager, ikke allerede tilgodeses gennem Selskabslovens øvrige kapitalbeskyttelsesregler,<sup>285</sup> hvorefter forbuddet reelt er overflødiggjort.

Endeligt kan man spørge om man bør ophæve forbuddet for anpartsselskaber ligesom det er sket i Storbritannien? Et argument herfor er, at de nugældende regler er udtryk for overimplementering, hvilket ifølge moderniseringsudvalget burde undgås. Herimod kan indvendes, at uniformitetshensyn tilsiger, at der bør gælde ens regler for begge selskabstyper, da rationalet bag forbuddet og beskyttelseshensynet er grundlæggende ens for begge selskabstyper.<sup>286</sup> En argumentation for at kreditorerne i anpartsselskaber ikke har den samme grad af beskyttelse som de har i aktieselskaber synes yderliggående, idet det i praksis må erkendes, at forskellen i kravet til minimumskapital næppe har den store betydning for kreditorernes beskyttelse.

Konkurrencemæssige hensyn taler ligeledes for en afskaffelse af forbuddet for anpartsselskaber. Således kan det tænkes, at et forsat »frivilligt« dansk forbud for anpartsselskaber på sigt vil kunne svække Danmarks konkurrenceevne.<sup>287</sup> Det kan tænkes, at virksomheder, der påtænker at etablere sig i Danmark, vil afholde sig herfra grundet andre landes mere attraktive lovgivning. Konkurrencen mellem EU's medlemslande vil næppe komme så vidt, men betragtningen aktualiserer en overvejelse om, hvorvidt en ophævelse af forbuddet for anpartsselskaber ikke på sigt ville være fornuftigt.

Et system som i USA, der er baseret på en »ex post-regulering«, hvor selvfinansiering er lovlig, og hvor såkaldte ex post remedial rules sigter mod at ramme skadevoldende transaktioner, synes for en umiddelbar betragtning anvendelige også herhjemme.<sup>288</sup> Disse regler rejser imidlertid også visse problemer. F.eks. hvorledes man skal forholde sig for det tilfælde, at en ydet finansiering erklæres skadelig, men hvor modtageren ikke kan betale tilbage. Denne situation var ikke opstået, såfremt selvfinansiering havde væ-

---

<sup>284</sup> Jf. note 202.

<sup>285</sup> Dette synes at være tilfældet i Norge, jf. Sjøfjell i NTS2009:1-2, pkt. 2.8.

<sup>286</sup> Skjerve, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 267.

<sup>287</sup> Konkurrencehensyn har været debatteret i Norge og Sverige for så vidt angår implementering af art. 23 for aktieselskaber.

<sup>288</sup> Berørt af Sjøfjell i NTS2009:1-2, s. 131ff.

ret ulovlig eller dog underlagt visse betingelser. Omvendt risikerer man med et system, hvis regler fremstår for omfattende, at udelukke selskaberne fra potentielt økonomisk ønskværdige transaktioner.

På baggrund af afhandlingens resultater synes der at være reelle argumenter for endnu en reform af forbuddet. Ændringerne i art. 23 giver ganske vist adgang til lovlig selvfinansiering, men proceduren knyttet til dispositionens lovlighed synes ganske enkelt at virke for hæmmende på mulighedens praktiske anvendelighed. Det vurderes derfor, at selvfinansieringsreglernes værdi næppe skal findes i deres praktiske anvendelighed, men snarere i, at der på EU-plan kan spores en liberaliseringstendens, som måske på sigt kan medføre enten en yderligere opblødning i reglerne, eller en afskaffelse af forbuddet i sin helhed.

## Litteraturliste

### Bøger

Aarbakke, Magnus, Else Aarebakke, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad, Jan Skåre, Aksjeloven og allmennaksjeloven kommentarudgave, 3. udgave, Universitetsforlaget, 2012.

Andersen, Paul Krüger, Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2010.

Andersson, Sven, Svante Johansson, Rolf Skog, Aktiebolagslagen - En kommentar, Del II, 11-22 kap. Nordsteds Juridik, 2011.

Andenæs, Mads Henry, Aksjeselskaber & Allmennaksjeselskaber, M.H. Andenæs, 1998.

Andenæs, Mads and Frank Wooldridge, European Comparative Company Law, Cambridge University Press, 2009.

Blume, Peter, Juridisk metodelære, 5. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2009.

Bunch, Lars og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, Thomson Reuters, 2010.

Wittendorff, Jens, Armslængdeprincippet i dansk og international skatteret, 1. udgave, Thomson Reuters, 2009.

Cahn, Andreas and David C. Donald, Comparative Company Law - Text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA, Cambridge University Press, 2010

Christensen, Jan Schans, Contested Takeovers, 2. oplag, GEC Gads Forlag, 1991.

Christensen, Jan Schans, Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave, Thomson Reuters, 2009.

Christensen, Jan Schans, Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, Thomson Reuters, 2012.

Davies, Paul L., Gower and Davies' Principles of Modern Company Law, 7. udgave, Sweet & Maxwell, 2003.

Mayson, Stephen, Derek French, Christopher Ryan, Company Law, 28th edition, Oxford University Press, 2011.

Hansen, Søren Friis og Jens Valdemar Krenchel, Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave, 1. oplag, Thomson Reuters Professional, 2011.

Taiger, Stinne Ivø, Selskabsstatuttet, 1. udgave, 1. oplag, Karnov Group, 2011.

Jensen, Kjellegaard Nils, Selskabsretlig håndbog – u-/lovligt kapitaludtræk i A/S og ApS, 2. udgave, 1. oplag, Nyt Juridisk Forlag, 2010.

Lowry, John, The Prohibition against Financial Assistance, Constructing a Rational Response, i Prentice, Dan & Reisberg, Arad (red.), Corporate Finance Law in the UK and EU, 1. udgave, Oxford University Press, 2011.

Neville, Mette og Karsten Engsig Sørensen (Red.), Den nye selskabslov, 1. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2009.

Roberts, Catherine, Financial Assistance for the Acquisition of Shares, Oxford University Press, 2005.

Pedersen, Jan, m.fl., Skatteretten 2, 5. udgave, Thomson Reuters, 2009.

Sandström, Torsten, Svensk aktiebolagsrätt, 3. udgave, Norstedts Juridik, 2010.

Schaumburg-Müller, Peer og Erik Werlauff, Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2010.

Skjerbek, Søren, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 1. oplag, Thomson Reuters, 2009.

Skog, Rolf, Rhodes Aktiebolagsrätt, 23. udgave, Norstedts Juridik, 2011.

Sofsrud, Thorbjørn, Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1. udgave, 1. oplag, Greens Jura 1999.

Stamps, Mark, Practical Company Law and Corporate Transactions, 3. udgave, City & Fi-

nancial Publishing, 2010.

Steffensen, Henrik, Jan Fedders og Jan-Christian Nielsen, Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven, 6. udgave, Thomson Reuters, 2011.

Sørensen, Karsten Engsig og Poul Runge Nielsen, EU-Retten – en forkortet udgave, 1. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2008.

Tamasauskas, Andreas, Erhvervslivets lånoptagelse, 1. udgave, Gjellerup, 2006.

Ussing, Henry, Dansk Obligationsret, 2. udgave, G.E.C. Gads forlag, 1942.

Werlauff, Erik, Selskabsskatteret 2012/2013, 14. udgave, 1. oplag, Karnov Group Denmark A/S, 2012.

Werlauff, Erik, Luise Guldbæk Larsen & Dorte Riskjær Larsen, Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøbsmuligheder og faldgruber, 1. udgave, 1. oplag, Gjellerup, 2010.

Werlauff, Erik, Selskabsmasken, GEC Gads Forlag, 1991.

Werlauff, Erik, Selskabsret, 8. udgave, 1. oplag, Thomson Reuters, 2010.

Woxholth, Geir, Selskabsrett, 4. udgave, Gyldendal Akademisk, 2012.

## Artikler

Andersen, Paul Krüger & Karsten Engsig Sørensen, Forslaget til et nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime? NTS 2005:3.

Barnekow, Frederik von, Lovlig selvfinansiering, R&R nr. 7, 2009.

Braad, Anders og Claus Nielsen, Selvfinansieringsforbudet i aktieselskabslovens § 115, stk. 2, NTS 2001:4.

Bråthen, Tore, Finansiering av aksjeerverv med aksjeudbytte, Lov og Rett, 2001, s. 116.

Bunch, Lars og Jan Schans Christensen, Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U.2011B.1.

Christensen, Jan Schans, Forslag til ny lov om aktieselskaber og anpartselskaber (kapitalselskaber) – et overblik over Betænkning 1498/2008 om Modernisering af Selskabsretten, R&R nr. 1 2009.

Ferran, Eilis, Simplification of European Company Law on Financial Assistance, Europe-

an Business Organization Law Review, Vol. 6, No. 1, 2005.

Fosvold, Solveig Kristine, Forslaget til nye EU-regler om tilbagekøb av aksjer, NTS 2005:4.

Giertsen, Johan, Selskapsfinansierede aksjeerhverv, 1. udgave, Universitetsforlaget, 1996.

Hansen, Søren Friis og Karsten Engsig Sørensen, Reform af selvfinansieringsforbuddet – i lyset af de danske erfaringer med selskabstømning, NTS 2002:3.

Hooft, Kees, The Financial Assistance Prohibition: Origins, Evolution, and Future, European Company Law 8, nr. 4, 2011.

Illum, Mads & Bjørn Krog Andersen, Akkvisitionsfinansiering - herunder debt-push-down i et selskabsretligt perspektiv, Erhvervsjuridisk Tidsskrift 2007:4.

Matre, Hugo P., Udbyttefinansieret aksjeerhverv, Lov og Rett, 2000, s. 165.

Kure, Henrik, Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293.

Kure, Henrik, Kautions- og sikkerhedsstillelse for koncernselskabers forpligtigelser, U2012B.139.

Lerche-Gredal, Nicholas og Niels Bang, Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelser, INSPI nr. 4, 2011.

Madsen, Jacob Høeg, Selvfinansieringsforbuddets territoriale udstrækning, NTS2006:3.

Melander, Morten, Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2? Erhvervsjuridisk Tidsskrift nr. 3, 2007.

Neville, Mette, Moderniseringsudvalgets udspil til ny selskabslov – ikke en lov i superliga for iværksættere og små selskaber, NTS 2008:4.

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

Sjåfjell, Beate, Kun til plunder og heft? – Forbudet mot selskapsfinansiering av aksjeerhverv i den norske allmennaksjeloven § 8-10, NTS2009:1-2.

Svensson, John og Mathias Krarup, Nye regler om selvfinansiering. NTS 2010:2.

Thomsen, Søren Høgh & Martin Christian Kruhl, Selvfinansiering & fusion, NTS 2011:3.

Tidemand, Kristine Madsbøll & Louise Dyrup Jensen, Minoritetsaktionærers retsstilling i henhold til selskabslovens regler om selvfinansiering og egne aktier, Justitia 2011, nr. 32.

Werlauff, Erik, Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv., U.2001B.381.

Werlauff, Erik, Selskabers kapital – konsekvenser af selskabsreformen 2009/10, U.2009B.143.

Werlauff, Erik, Selvfinansieringsforbud contra lex specialis, U.2006B.365.

Wymeersch, Eddy, Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company, i Jürgen Basedow, Klaus J. Hopt & Hein Kötz (red.): Festschrift für Ulrich Drobnig, 1998, Tübingen, Mohr Siebeck, s. 725-747.

## Forarbejder

Betænkning nr. 362/1964: Om fællesnordisk aktieselskabslovgivning.

Betænkning nr. 540/1969: Om revision af aktieselskabslovgivningen.

Betænkning nr. 690/1973: Om Boss of Scandinavia.

Betænkning nr. 1498/2008: Om modernisering af selskabsretten.

Company Law Reform White Paper, Cm 6456.

Company Law Review Steering Group Final Report, URN 01/942.

Companies Act 2006, explanatory notes.

Föreningen Svenskt Näringsliv, Remissyttrande - Promemorian Några frågor med anledning av ändringar i kapitaldirektivet, af 2007-05-02.

Justits- og Politidepartementet, Høringsnotet (Snr.200607966 EP PSW/bj), Juli 2007.

Gudmund Knudsen, Forenkling og Modernisering av aksjeloven, 2011.

NOU1996:3 Udbytte mv.

NOU2012:2: Utenfor og innenfor Norges avtaler med EU.

Odelstingsproposisjoner - Ot.prp. nr. 19 (1974-75): Lov og aksjeselskaper.

Odelstingsproposisjoner - Ot.prp. nr. 36 (1993-94) Om lov om endringer i Plan- og bygningsloven.



Odelstingsproposisjoner - Ot.prp. nr. 23 (1996-97) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)

Odelstingsproposisjoner - Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) Om lov om endringer i aksjelovgivningen mv.

Proposition. 2004/05:85: Ny aktiebolgaslag.

Remisstrande SN Dnr 14/2007, Promemoria: Några frågor med anledning av ändringar i kapitaldirektivet.

Statens Offentliga Utredningar, SOU 1971:15: Förslag till aktiebolagslag m.m.

Statens Offentliga Utredningar, SOU 2009:34: Förenklningar i aktiebolagslagen m.m.

## Domme

U1999.1429V

U2000.2003

U2006.145H

U2008.679H

U2007.3040H

TfS2009.963V

TfS2009.232

SKM2008.9.HR

NJA1951. s. 6

Charterhouse Investment Trust Ltd. V Tempest Diesels Ltd. [1986] 1 BCLC 1.

Catley v. Herbert [1988] 1 NZLR 606.

Brady v. Brady [1989] AC 755.

British Commonwealth Holdings plc v. Barclays plc [1996] 1 WLR 1.

Charston v. SWP Group plc. 2003 1BCLC 675 (CA).

