

Lovlig Selvfinansiering

Legal Financial Assistance

af NIELS DAM DENG SØE PETERSEN

Med Folketingets vedtagelse af den nye selskabslov den 29. maj 2009, der bl.a. implementerede ændringen i kapitaldirektivets art. 23, er det nu blevet muligt for selskaber at yde lovlig selvfinansiering som undtagelse fra det ellers tidligere absolutte selvfinansieringsforbud. Formålet med lempelsen var at imødekomme de finansielle behov, som erhvervslivets strukturtilpasning havde efterspurgt. Lempelsen indeholder imidlertid en række betingelser, der skal iagttages, før et selskab kan yde lovlig selvfinansiering. Denne afhandling gennemgår systematisk disse betingelser, for derigennem at vurdere om lovlig selvfinansiering er anvendelig og egnet til at muliggøre den tilpasning, som erhvervslivet har efterspurgt. Afhandlingen redegør endvidere for, hvordan et selskab kan anvende lovlig selvfinansiering via allerede udstedte kapitalandele eller en rettet emission, og den belyser, på hvilket tidspunkt lovlig selvfinansiering kan gennemføres. Afslutningsvis sammenlignes denne nye finansieringsmodel med lovlig efterfinansiering for derved at afklare, om lovlig selvfinansiering kan antages at få betydning ved fremtidige virksomhedsoverdragelser i det praktiske retsliv. Det er afhandlingens konklusion, at betingelserne for lovlig selvfinansiering er så tids- og ressourcekrævende og indebærer så betydelig fortolkningstvivel, at betingelserne kan vise sig særdeles vanskelige at opfylde. Sammenholdt med det personlige ansvar, det centrale ledelsesorgan risikerer at pådrage sig, må det forventes, at lovlig selvfinansiering ikke muliggøre den strukturtilpasning, som erhvervslivet havde efterspurgt, eftersom reglerne næppe vil nyde den store praktiske anvendelighed.

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	2
1.1 Valg af emne og problemformulering	2
1.2 Afgrænsning	3
1.3 Metodevalg	3
1.4 Selvfinansieringsforbuddets udvikling	3
1.5 Baggrunden for lempelse af selvfinansieringsforbuddet	5
1.5.1 SLIM Working Group.....	6
1.5.2 High Level Group of Company Law Experts	6
1.5.3 Ændringsdirektivet – lempelse af forbuddet i art. 23, stk. 1	7
1.5.4 Moderniseringsudvalgets anbefalinger	7
2. Betingelserne for lovlig selvfinansiering	8
2.1 Kreditvurdering af modtagerkredsen	10
2.2 Det centrale ledelsesorgans redegørelse	13
2.2.1 Baggrunden for forslaget	14
2.2.2 Selskabets interesse	14
2.2.3 Betingelserne for gennemførelsen	18
2.2.4 Likviditets- og solvensmæssige konsekvenser for selskabet	18
2.2.5 Prisen for kapitalandelene	19

2.3 Offentliggørelse af det centrale ledelsesorgans redegørelse	20
2.4 Generalforsamlingens godkendelse	21
2.4.1 <i>Habilitetsmæssige hensyn</i>	21
2.4.2 <i>Vedtagelse af beslutningen</i>	22
2.4.3 <i>Tidspunktet for generalforsamlingens beslutning</i>	23
2.5 Forsvarligt inden for de frie reserver	24
2.5.1 <i>Frie reserver</i>	24
2.5.2 <i>Forsvarlighedskriteriet</i>	26
2.5.3 <i>Tidspunktet for forsvarlighedsvurderingen</i>	27
2.5.4 <i>Regnskabsmæssige konsekvenser</i>	27
2.6 Sædvanlige markedsvilkår	28
2.6.1 <i>Uddybning af begrebet "sædvanlige markedsvilkår"</i>	29
2.6.2 <i>Den skatteretlige fortolkning af "sædvanlige markedsvilkår"</i>	31
3. Gennemførelse af lovlig selvfinansiering	34
3.1 <i>Selvfinansiering af allerede udstedte kapitalandele</i>	34
3.2 <i>Selvfinansiering ved rettet emission</i>	35
4. Tidspunktet for lovlig selvfinansiering	36
4.1 <i>Whitewash-procedurens iagttagelse</i>	36
4.2 <i>Efterfølgende selvfinansiering</i>	37
5. Lovlig selvfinansiering kontra lovlig efterfinansiering	39
6. Sammenfatning	40
Litteraturliste	43

1. Indledning

1.1 Valg af emne og problemformulering

Selvfinansiering er et udtryk for, at et selskab på én eller anden måde finansierer, at nogen køber kapitalandele i selskabet, hvad enten der er tale om en minoritetspost, en majoritetspost eller hele selskabskapitalen.¹ I dansk selskabsret har der længe eksisteret et fuldstændigt *selvfinansieringsforbud*, hvormed det ikke har været lovligt for et selskab direkte eller indirekte at stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet. Formålet med dette forbud var, at et selskab ikke skal kunne deltage i finansieringen af sin egen overtagelse til ugunst for navnlig selskabets kreditorer.² Imidlertid har udviklingen i de finansielle behov i forbindelse med erhvervslivets strukturtilpasning vist, at der kan opstå situationer, hvor det kan være i et selskabs interesse at medvirke til selvfinansiering.³ På europæisk plan blev der derfor lempet på det absolutte selvfinansieringsforbud ved en ændring af art. 23, stk. 1, jf. direktiv 2006/68/EF (ændringsdirektivet). Med indførelsen af selskabsloven (SL) har Danmark valgt at implementere direktivændringen om *lovlig selvfinansiering*⁴. Ændringen gør det nu muligt for et selskab, som undtagelse til selvfinansieringsforbuddet, at yde lovlig

¹ Werlauff: Selskabsret, s. 313.

² Jf. betænkning nr. 1498/2008, Modernisering af selskabsretten, s. 510 samt Munck & Helegaard Kristensen: Selskabsformerne, s. 316.

³ Jf. betænkning nr. 1498/2008, Modernisering af selskabsretten, s. 1021 f.

⁴ Begrebet lovlig selvfinansiering vil i denne afhandling blive anvendt i overensstemmelse med betænkning nr. 1498/2008, Modernisering af selskabsretten, s. 515 f.

selvfinansiering til tredjemands erhvervelse af selskabets kapitalandele, forudsat at visse nærmere angivne betingelser opfyldes.

Lovlig selvfinansiering er henset til dets nyskabelse blevet behandlet forholdsvis kortfattet i nyere selskabsretlige fremstillinger, og selvom emnet er genstand for flere artikler, er lovlig selvfinansiering forbundet med usikkerhed og fortolknings-tvivl,⁵ som domstolene endnu ikke har haft mulighed for at pådømme. Formålet med denne afhandling er derfor at analysere undtagelsen og dens rækkevidde med henblik på at afklare, hvorvidt denne nye finansieringsform er anvendelig og dermed egnet til at muliggøre den strukturtilpasning, som erhvervslivet har efterspurgt. I afhandlingen foretages i den forbindelse først og fremmest en systematisk gennemgang af selskabslovens betingelser, som skal opfyldes for gennemførelsen af lovlig selvfinansiering. Derigennem afklares betingelsernes materielle indhold. I afhandlingen redegøres dernæst for, hvordan et selskab kan anvende lovlig selvfinansiering via allerede udstedte kapitalandele eller en rettet emission, og afhandlingen belyser endvidere, på hvilket tidspunkt lovlig selvfinansiering kan foretages. Afslutningsvis foretages en sammenligning mellem lovlig selvfinansiering og lovlig efterfinansiering for at vurdere, om lovlig selvfinansiering kan antages at blive anvendt ved fremtidige virksomhedsoverdragelser.

1.2 Afgrænsning

Afhandlingen vil kort redegøre for selvfinansieringsforbuddet og dets udvikling, men vil ikke behandle forbuddet indgående. Der inddrages endvidere i afhandlingen problemstillinger fra andre juridiske retsdiscipliner, herunder erstatningsretten, skatteretten, børns- og kapitalmarkedsretten samt reglerne om egne kapitalandele, kapitalforhøjelse og kapitalejerlån, som selvfinansieringsproblematikken har berøring med. Disse problemstillinger vil af hensyn til afhandlingens omfang ej heller blive behandlet dybdegående.

1.3 Metodevalg

Afhandlingens teoretiske udgangspunkt er den *retsdogmatiske metode*.⁶ Med udgangspunkt heri foretages en analyse af gældende ret ved metodisk at gennemgå retskilderne.⁷ Faglitteratur og artikler af både dansk og udenlandsk oprindelse samt betænkninger og lovforarbejder med tilknytning til selvfinansieringsproblematikken inddrages i vid udstrækning. Yderligere inddrages retspraksis i det omfang, den er afklarende.

1.4 Selvfinansieringsforbuddets udvikling

Et forbud mod selvfinansiering blev første gang drøftet i dansk selskabsret i 1964 i betænkningen om revision af aktieselskabslovgivningen efter inspiration fra den engelske Companies Act 1948 sect. 54.⁸ Kommissionen bag betænkningen foreslog en ny bestemmelse i aktieselskabsloven (ASL), der skulle forbyde et selskab at yde lån til erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i et selskab, som ejede mere end

⁵ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 293.

⁶ Blume: Juridisk metodelære, s. 161 ff.

⁷ Ussing: Obligationsretten, s. 2.

⁸ Nyboe Andersen, Melander & Lyng Andersen (red.): Fra Boss til leveraged buyouts, s. 31. Den britiske Report of Company Law Amendment Committee (den såkaldte Greene Committee) fra 1926, 1926 Cmd No. 257 (UK Parliamentary Papers), p. 14, er baggrunden for Companies Act sect. 54. Forbuddet blev allerede indført i Companies Act 1928 sect. 16 og var dermed det første forbud mod selvfinansiering. Se desuden Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 416 samt Ferran: Principles of Corporate Finance Law, s. 267 ff.

halvdelen af dets kapitalandele, da sådanne lånetransaktioner ofte havde givet anledning til misbrug og medført tab for kreditorer og kapitalejere.⁹ Bestemmelsen blev imidlertid ikke vedtaget.

I 1969 blev et selvfinansieringsforbud igen drøftet i betænkningen om en fælles nordisk aktieselskabslovgivning, hvor kommissionen foreslog et forbud, der både skulle omfatte lån og sikkerhedsstillelse. Som begrundelse gentog kommissionen bemærkningerne fra 1964-kommissionen, idet der dog blev tilføjet, at den foreslåede regel for dansk rets vedkommende havde fået forøget aktualitet og betydning ved det i *Boss-sagen* passerede.¹⁰ Efter dette tilløb blev det med lovene nr. 370 og 371 af 13. juni 1973 vedtaget at indføre bestemmelserne ASL § 115, stk. 4, og anparts-selskabslovens (APSL) § 84, stk. 4, hvormed selvfinansieringsforbuddet i dansk selskabsret var en realitet.

Den 13. december 1976 blev EU's 2. selskabsdirektiv 77/91/EØF (kapitaldirektivet) vedtaget. Ifølge præambelen havde direktivet til hensigt at beskytte kreditor- og minoritetsinteresser i aktieselskaber, hvorfor selvfinansieringsforbuddet blev direktivbundet og udvidet. Art. 23, stk. 1, bestemte således, at et selskab udover lån og sikkerhed ej heller måtte *stille midler til rådighed*. Ved den danske implementering ved lovene nr. 282 og nr. 283 af 9. juni 1982 i form af ASL § 115, stk. 2 (tidligere stk. 4), og APSL § 84, stk. 2 (tidligere stk. 4), fik forbuddet tilføjet denne formulering, således at bestemmelserne var stort set identiske med direktivets ordlyd.

Med vedtagelsen af den nye selskabslov ved lov nr. 470 af 12. juni 2009 valgte Danmark at implementere den lempelse af selvfinansieringsforbuddet, som ændringsdirektivet 2006/68/EF gav mulighed for. Siden 1. marts 2011 har det derfor været muligt for danske selskaber at yde lovlig selvfinansiering.¹¹ Trods liberaliseringen kan lovlig selvfinansiering alene finde sted, såfremt en række betingelser iagttages, jf. SL § 206, stk. 2. Udgangspunktet efter selskabsreformen er dermed en videreførelse af selvfinansieringsforbuddet fra ASL § 115, stk. 2, og APSL § 49, stk. 2 (tidligere § 84, stk. 2), hvilket fremgår af det stort set identiske forbud i SL § 206, stk. 1. Det følger således af SL § 206, stk. 1, at et kapital-selskab hverken direkte eller indirekte må stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for en tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab.

Der er tale om en konkret vurdering, når det skal fastslås, hvorvidt en bestemt disposition er omfattet af forbuddet.¹² I den forbindelse skal det fremhæves, at ordet *erhvervelse* forstås meget bredt, således at køb, tegning og andre former for overtagelse af kapitalandele er omfattet af forbuddet.¹³ Det er underordnet, om den økonomiske bistand ydes før eller efter erhvervelsen af kapitalandelene.¹⁴ Der anlægges således en meget høj grad af formålsfortolkning, når det skal fastslås, om en konkret disposition må anses for at være i strid med forbuddet.¹⁵ Denne formålsfor-

⁹ Jf. betænkning nr. 362/1964, om revision af aktieselskabslovgivningen, s. 131.

¹⁰ Jf. betænkning nr. 540/1969, om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning, s. 159. For en nærmere gennemgang af *Boss-sagen* henvises til betænkning nr. 690/1973, om Sammenlutningen BOSS OF SCANDINAVIA, og Nyboe Andersen, Melander & Lyng Andersen (red.): *Fra Boss til leveraged buyouts*, s. 68 ff.

¹¹ Jf. bekendtgørelse nr. 135 af 22. februar 2011, ændret ved bekendtgørelse nr. 142 af 22. februar 2011.

¹² Jf. bemærkningerne til § 206 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

¹³ Bunch & Rosenberg: *Kommentarer*, s. 568.

¹⁴ Schans Christensen: *Kapitalselskaber*, s. 419.

¹⁵ Jf. bemærkningerne til § 206 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

tolkning af dispositionen understøttes af såvel domspraksis¹⁶ som Erhvervsstyrelsens administrative praksis,¹⁷ som henset til forbuddets videreførelse fortsat kan anvendes til belysning af forbuddets omfang.

1.5 Baggrunden for lempelse af selvfinansieringsforbuddet

Forud for vedtagelsen af ændringsdirektivet den 6. september 2006, var der gennem årene blevet rejst en stigende kritik af kapitaldirektivet, hvor særligt det absolute forbud mod selvfinansiering var et af kernemålene for kritikerne. I international sammenhæng kritiserer Ferran således forbuddet for at være blevet overhalet af udviklingen i selskabsretten, og at et forbud ikke alene er unødvendigt, men også kan være direkte skadeligt, eftersom det forhindrer legitime og økonomisk værdifulde transaktioner.¹⁸ I forlængelse heraf antager Rickford, at forbuddet udgør en afgørende og kostbar forhindring for legitime og ønskværdige transaktioner og følgelig bør afskaffes.¹⁹ Lowry lægger sig på linje med Ferran og Rickford og anser forbuddet for at være for bredt, og som konsekvens heraf ulovliggør kommercielle transaktioner, der ellers vil være harmløse og profitable for selskaberne.²⁰ Lowry påpeger videre, at forbuddet i sig selv kun har begrænset værdi for selskabskreditorerne, da det kun tager sigte på visse transaktioner, der kan føre til en reduktion af et selskabs kapital, men at denne risiko altid vil være til stede, når selskabskapitalen håndteres uhensigtsmæssigt.²¹

Heller ikke i dansk sammenhæng er kritikken af selvfinansieringsforbuddet gået ram forbi. De danske kritikere har dog nærmere koncentreret sig om, at selvfinansieringsforbuddet rummer betydelige fortolkningsvanskeligheder. Således anfører Friis Hansen & Krenchel, at rækkevidden af dispositioner, der er omfattet af forbuddet, hvorved selskabet *stiller midler til rådighed eller sikkerhed i forbindelse med en erhvervelse* ikke er endeligt fastlagt.²² Serup antager, at den danske affattelse af direktivet ikke har en tilstrækkelig præcis formulering i forhold til det tilsigtede meningsindhold, eftersom direktivteksten i den danske version fremstår med et ganske anderledes og upræcist meningsindhold i forhold til direktivets andre sprog.²³ Udtrykket *stille midler til rådighed* lyder i den engelsksprogede version *advance funds*. *Advance funds* oversættes bedst med ordene *yde forskud*. Et forbud mod at *yde forskud* er antagelig mere snævert end et forbud mod at *stille midler til rådighed*.²⁴ På den baggrund konkluderer Schans Christensen, at den danske lovbestemmelse er klart bredere og dermed mere vidtgående end formuleringen i den engelske direktivtekst.²⁵ Om den danske lovgiver tilsigtede at gå videre end de øv-

¹⁶ F.eks. U 1997.444 H, hvori en sælger havde påtaget sig at stå til rådighed som konsulent for det overtagne selskabs regning, men hvor selskabet ikke opnåede en modydelse svarende til konsulentonoraret. Se endvidere Schans Christensen: *Contested Takeovers*, s. 248 ff.

¹⁷ Bunch & Rosenberg: *Kommentarer*, s. 561 ff.

¹⁸ Ferran: *Simplification of European Company Law on Financial Assistance*, s. 94.

¹⁹ *Reforming Capital*, Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance (red. Rickford), s. 945 og 986.

²⁰ Lowry: *The Prohibition against Financial Assistance: Constructing a Rational Response*, s. 5.

²¹ *Ibid.*, s. 25.

²² Friis Hansen & Krenchel: *Dansk Selskabsret 2*, s. 311.

²³ Serup: *Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet*, s. 77.

²⁴ Braad & Nielsen: *Selvfinansieringsforbuddet i aktieselskabslovens § 115, stk. 2*, s. 459.

²⁵ Schans Christensen: *Kapitalselskaber*, s. 420.

rige medlemsstater, er der imidlertid ikke grundlag for at hævde.²⁶ På den baggrund antager Ilum & Andersen, at den danske bestemmelse formentlig skal fortolkes indskrænkende.²⁷

I to tilfælde har domstolene haft mulighed for at behandle rækkevidden af forbuddet. I U 1999.1429 V anlagde landsretten en indskrænkende fortolkning af ASL § 115, stk. 2, hvorved ordene *stille midler til rådighed* blev fortolket synonymt med *yde forskud*, hvilket var konformt med bl.a. den engelske udgave af direktivet. I en anden sag, U 2000.2003 H, kom Højesteret imidlertid frem til et modsat resultat, idet Højesteret fortolkede APSL § 84, stk. 2, i overensstemmelse med lovforarbejderne, som er ganske vidtrækkende, eftersom *enhver finansiering* er omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Friis Hansen & Engsig Sørensen har dog efterfølgende påpeget, at det tillige i forarbejderne fremgår, at det danske forbud skulle være i overensstemmelse med direktivets art. 23, hvilket således ikke synes at harmonere med, at *enhver finansiering* kan anvendes som hjemmel for fortolkning mod selvfinansiering. En stringent forståelse af bemærkningen *enhver finansiering* vil således også betyde, at lovlige efterfinansiering²⁸ vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet, hvilket det generelt antages ikke at være, såfremt de øvrige krav hertil i SL overholdes.²⁹

1.5.1 SLIM Working Group

I 1996 nedsatte EU-kommissionen arbejdsgruppen ”Simpler Legislation for the Internal Market” (SLIM), der skulle undersøge og analysere, hvordan man kunne simplificere og forenkle lovgivningen med relation til det 1. og 2. selskabsretlige direktiv med henblik på at styrke det indre marked.³⁰ SLIM-gruppen udgav i 1999 sin rapport,³¹ hvori arbejdsgruppen i forslag nr. 5 anbefalede Kommissionen at re-vurdere selvfinansieringsforbuddet, således at forbuddet blev reduceret til et minimum.³² Gruppen angav i den forbindelse to mulige veje at opnå dette på. Den ene var at begrænse forbuddet, således at det ikke skulle gælde i det omfang, selvfinansiering skete med frie reserver, som alligevel ikke er ”sikre” for kreditorerne, men kan udbetales til kapitalerne som udbytte. Den anden var at begrænse forbuddet til tegning af nye kapitalandele på linje med det eksisterende forbud mod at lade selskabet tegne egne kapitalandele. Kommissionen meddelte efterfølgende i en rapport til Europa-Parlamentet og Rådet, at den støttede SLIM-rapportens overordnede målsætninger, og at Kommissionen derfor ville undersøge, hvordan kapitaldirektivet bedst kunne ændres i overensstemmelse hermed.³³

1.5.2 High Level Group of Company Law Experts

EU-kommissionen nedsatte endvidere i 2001 en ”High Level Group of Company Law Experts” (HLG) med bl.a. det formål at give Kommissionen uafhængig rådgivning om modernisering af selskabsretten i EU. HLG-gruppen pegede i sin rap-

²⁶ Kjellegaard Jensen: Selskabsretlig Håndbog, s. 198.

²⁷ Ilum & Krog Andersen: Akkvisitionsfinansiering – herunder debt-push-down i et selskabsretligt perspektiv, s. 7 f.

²⁸ Se afsnittet: Lovlig selvfinansiering kontra lovlige efterfinansiering nedenfor.

²⁹ Friis Hansen & Engsig Sørensen: Reform af selvfinansieringsforbuddet, s. 357 f.

³⁰ Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 180 samt Wymeersch: European Company Law: The Simpler Legislation for the Internal Market, s. 126 ff.

³¹ Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on The Simplification of The First and Second Company Law Directives.

³² Ibid., s. 5.

³³ Rapport fra Kommissionen til Europa-Parlamentet og Rådet – Om resultaterne af fjerde fase af SLIM af 4. februar 2000 (KOM(2000)56).

port fra 2002³⁴ på, at den megen fokus på navnlig specifikke kapitalejer- eller kreditorinteresser havde fjernet opmærksomheden på det primære sigte med selskabsretten: At skabe de bedst mulige rammer for drift af effektive erhvervsvirksomheder.³⁵ I forlængelse af SLIM-gruppens forslag 3 år forinden, støttede HLG derfor at lempe på selvfinansieringsforbuddet. HLG anbefalede Kommissionen at anvende den første løsningsmodel, som SLIM-gruppen havde foreslået, således at selvfinansiering kunne finde sted på grundlag af selskabets frie reserver, dog med den tilføjelse at generalforsamlingen godkendte transaktionen. HLG-gruppen begrundede valget af den første løsningsmodel med, at såfremt selvfinansieringen kun skete inden for de frie reserver, da burde den hermed forbundne risiko være fuldt dækket.³⁶ Som opfølgning på rapporten fra HLG udarbejdede Kommissionen i 2003 en handlingsplan om modernisering af selskabsretten og styrkelse af corporate governance.³⁷ Handlingsplanen accepterede i det væsentligste HLG's anbefalinger,³⁸ og det blev fastslået, at det var en prioritet på kort sigt (2003-2005) at komme med forslag til ændring af 2. selskabsdirektiv.³⁹

1.5.3 Ændringsdirektivet – lempelse af forbuddet i art. 23, stk. 1

Kommissionen udarbejdede på ovenstående baggrund et forslag om at ændre 2. selskabsdirektivs art. 23, stk. 1, således at der blev åbnet op for at foretage selvfinansiering.⁴⁰ Forslaget indeholdt nogle yderligere betingelser,⁴¹ end hvad der tidligere var foreslået, men lignede ellers overordnet set, hvad hhv. SLIM- og HLG-gruppen havde anbefalet.⁴²

En forklaring på det mere restriktive forslag fra Kommissionens side og senere direktiv skal muligvis søges i den omstændighed, at selvom ændringen af kapitaldirektivet skal bidrage til at øge erhvervslivets effektivitet og konkurrenceevne, således at der skabes øget fleksibilitet med hensyn til ændringer i ejerstrukturen i selskabet,⁴³ da er et af kapitaldirektivets helt primære formål fortsat at beskytte kapitalejere og kreditorer.⁴⁴ Direktivændringen er med andre ord en kompromisløsning, der forsøger at tilgodese begge interesser.

1.5.4 Moderniseringsudvalgets anbefalinger

Som reaktion på ændringerne i kapitaldirektivet nedsatte Økonomi- og Erhvervsministeren i oktober 2006 et udvalg til modernisering af selskabsretten. Formålet med dette moderniseringsudvalg var at sikre gode rammevilkår for danske virk-

³⁴ A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe.

³⁵ Ibid., s. 29.

³⁶ Ibid., s. 85.

³⁷ Meddelelse af 21. maj 2003 fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet – Om modernisering af selskabsretten og forbedret virksomhedsledelse i Den Europæiske Union – vejen frem, KOM(2003)284.

³⁸ Krüger Andersen & Engsig Sørensen: Forslaget til nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime?, s. 65.

³⁹ Meddelelse af 21. maj 2003 fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet – Om modernisering af selskabsretten og forbedret virksomhedsledelse i Den Europæiske Union – vejen frem, KOM(2003)284, s. 24.

⁴⁰ Kommissionens forslag om ændring af direktiv 77/91/EØF, KOM (2004) 730, endelig udgave af 29. oktober 2004.

⁴¹ Betingelserne vil blive gennemgået nedenfor i respektive afsnit.

⁴² Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 185.

⁴³ Jf. præambelen nr. 5 i direktiv 2006/68/EF.

⁴⁴ Kommissionens forslag om ændring af direktiv 77/91/EØF, KOM (2004) 730, endelig udgave af 29. oktober 2004, s. 2.

somheder via en enkel, klar og effektiv selskabslovgivning, der er så let som mulig for erhvervslivet at administrere og efterleve.⁴⁵

Vedrørende moderniseringsudvalgets vurdering af selvfinansieringsforbuddet, var udvalgets medlemmer overordnet set enige om, at den danske selskabsregulering skulle følge den internationale udvikling, og at overimplementering (*gold plating*) af EU-direktiver ikke burde ske, medmindre tungtvejende hensyn talte for en overimplementering.⁴⁶ Dette harmonerede også med betragtningen om, at hvis der ikke kan antages at være særlige modhensyn, er det udgangspunktet, at ejerne af et selskab skal have mulighed for at indrette selskabet, som de finder bedst.⁴⁷ På den baggrund, og henset til at det tilstræbtes at udnytte de muligheder, som ændringsdirektivet indeholdt samt at fjerne utidssvarende regler og hindringer,⁴⁸ anbefalede udvalget, at lovlige selvfinansiering burde gennemføres i dansk ret, da det eksisterende forbud havde været for ufleksibelt bl.a. i relation til finansiering af virksomhedskøb. Denne anbefaling fulgte Folketinget, da forslaget om lovlige selvfinansiering blev vedtaget den 29. maj 2009 sammen med de øvrige bestemmelser i den nye selskabslov.

Selvom kapitaldirektivet kun vedrører aktieselskaber, jf. art. 1, og moderniseringsudvalgets netop fandt, at overimplementering ikke bør ske, medmindre tungtvejende hensyn taler herfor, valgte udvalget alligevel at anbefale, at anpartsselskaber fortsat skal være omfattet af de samme regler som aktieselskaber vedrørende selvfinansiering. Det skyldes, at moderniseringsudvalget vurderede, at der med reglerne om selvfinansiering opnås en hensigtsmæssig balance, således at selskaberne og kapitalejerne får en øget fleksibilitet samtidig med, at der er opstillet nogle krav, der sikrer kreditorerne og eventuelle minoritetskapitalejeres interesse.⁴⁹ Anpartsselskaber er således underlagt yderligere begrænsninger, hvad angår lovlige selvfinansiering, sammenlignet med lignende selskabstyper i andre medlemslande.

2. Betingelserne for lovlige selvfinansiering

Udgangspunktet om forbud mod selvfinansiering modificeres af SL § 206, stk. 2,⁵⁰ hvorefter et kapital-selskab, under visse i SL § 206, stk. 3, og §§ 207-209 angivne betingelser, har mulighed for at yde selvfinansiering af en tredjemands køb af kapitalandele i selskabet. Betingelserne, som er kumulative, er, at (1) der foretages en kreditvurdering af modtagerkredsen for selskabets økonomiske bistand, (2) at det centrale ledelsesorgan udarbejder en skriftlig redegørelse om selvfinansieringen, (3) at generalforsamlingen på baggrund af redegørelsen giver sin godkendelse til selvfinansieringen, (4) at omfanget af selvfinansieringen er forsvarligt og udelukkende består af beløb, der kan benyttes til ordinært udbytte (dvs. frie reserver), (5) og at selvfinansieringen sker på sædvanlige markedsvilkår.

⁴⁵ Jf. betænkning nr. 1498/2008, Modernisering af selskabsretten, s. 1.

⁴⁶ Ibid., s. 518.

⁴⁷ Schans Christensen: Forslag til ny lov om aktieselskaber og anpartsselskaber (kapital-selskaber), s. 23.

⁴⁸ Jf. betænkning nr. 1498/2008, Modernisering af selskabsretten, s. 1 og 518.

⁴⁹ Ibid., s. 519.

⁵⁰ Det bemærkes, at der er ligeledes er modifikationer til selvfinansieringsforbuddet i SL § 213, vedrørende pengeinstitutter m.v., og i SL § 214, stk. 1, vedrørende medarbejderes erhvervelse af kapitalandele.

Opfyldes betingelserne, kan et selskab direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller dets moderselskab, uden at det er i strid med selvfinansieringsforbuddet, jf. SL § 206, stk. 2. Der er med andre ord tale om et eksempel på en *safe harbour regel*⁵¹ eller en såkaldt *gateway procedure*.⁵²

Med udgangspunkt i den engelske Companies Act 1985, Sect. 155, der tillod anpartsselskaber at yde selvfinansiering, anvender Kure begrebet *whitewash-proceduren* for de regler, som selskabet skal gennemføre i henhold til SL § 206, stk. 2. Der er således flere ligheder mellem betingelserne i ændringsdirektivets art. 23 og den engelske whitewash-procedure,⁵³ hvorfor begrebet vil blive anvendt som en terminologisk samlebetegnelse i det følgende.

Selvfinansiering er kun lovlig, hvis betingelserne i SL § 206, stk. 3, og §§ 207-209 er opfyldt.⁵⁴ Det er således ikke muligt at dispensere fra en enkelt eller flere af betingelserne, da der er tale om præceptive værnsregler, der skal beskytte minoritets- og kreditorinteresser i selskabet.⁵⁵

I ændringsdirektivets art. 23, stk. 1, fremgår det, at selvfinansieringens lovlighed finder sted på det centrale ledelsesorgans ansvar, og det understreges, at organet er ansvarlig for, at selvfinansieringen sker på rimelige markedsbetingelser, især hvad angår rente, sikkerhedsstillelse og vurdering af kreditværdighed. Det centrale ledelsesorgan skal forstås i overensstemmelse med SL § 5, nr. 4, og vil efter ledelsesmodellen, den såkaldte *halvandenstrengede-model*, der kendes i Danmark i dag,⁵⁶ i mange selskaber være bestyrelsen, jf. § 111, stk. 1, nr. 1.⁵⁷

Hvis selskabet lider et tab ved transaktionen, er det væsentligt at få fastslået, hvilken type ansvar der er tale om. Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen mener, at der er tale om et culpaansvar og ikke et objektivt ansvar eller egentlig hæftelse eller indeståelse.⁵⁸ Det fremgår imidlertid af SL § 215, stk. 2, at kan tilbagebetaling ikke finde sted, eller kan aftaler om anden økonomisk bistand ikke bringes til ophør, indestår de personer,⁵⁹ der har truffet aftale om eller opretholdt dispositioner i strid med § 206 for det tab, som selskabet måtte blive påført.

§ 215, stk. 2, er en videreførelse af de tidligere ASL § 115, stk. 5, og APSL § 49, stk. 5 (tidligere § 84, stk. 5). I en selskabstømmersag, U 1998.1172 H, hvor sælgeren overførte selskabets midler direkte til køberen og derved overtrådte selvfinansieringsforbuddet i APSL § 84, stk. 2 (nu SL § 206, stk. 1), fastslog Højesteret, at sælgeren som den, der traf den ulovlige disposition, indestod for selskabets tab, jf. APSL § 84, stk. 5 (nu SL § 215, stk. 2), og at denne regel måtte forstås som en re-

⁵¹ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 290.

⁵² Ferran: Simplification of European Company Law on Financial Assistance, s. 93.

⁵³ Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i Selskabsretten, s. 218 samt Sjøfjell: Kun til plunder og heft?, s. 140.

⁵⁴ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 290.

⁵⁵ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 295.

⁵⁶ Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 443.

⁵⁷ Gomard & Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber, s. 292.

⁵⁸ Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb & selvfinansierede aktiekøb, s. 50.

⁵⁹ Dvs. typisk det centrale ledelsesorgan, jf. bemærkningerne til § 215 i det fremsatte lovforslag nr. 170 af 25. marts 2009.

gel om hæftelse på objektivt grundlag.⁶⁰ I bemærkningerne til § 215, stk. 2, er det anført, at dispositioner i strid med såvel § 206, stk. 1 som 2, medfører en indeståelse for det centrale ledelsesorgan for eventuelle tab.⁶¹ Dispositioner, der strider med § 206, stk. 2, vil derfor som følge af § 215, stk. 2, kunne medføre hæftelse på objektivt grundlag for det centrale ledelsesorgan.

Imidlertid fremgår det i bemærkningerne til §§ 206, 208 og 209, at det centrale ledelsesorgan er omfattet af de generelle ansvarsregler efter selskabslovens kapitel 22, hvilket indikerer, at organet er underlagt et culpaansvar ved whitewash-procedurens gennemførelse. Der synes dermed at være uoverensstemmelse mellem selskabslovens ordlyd og dens bemærkninger vedrørende ansvarsgrundlaget. Dette har formentlig ikke været tilsigtet. Schaumburg-Müller & Werlauff anfører på baggrund af den tidligere praksis vedrørende ASL § 115, stk. 5 og APSL § 49, stk. 5, at § 215, stk. 2, alene kan finde anvendelse i de typer af selskabstømmersager, hvor kassen med pengene afleveres til køber, dvs. uden at indsættes på en konto indrettet for selskabet, og hvor der tillige foreligger en *nettohandel*, således at kun forskelsbeløbet stilles til købers disposition.⁶² Sammenholdt med bemærkningerne må det derfor antages, at § 215, stk. 2, alene kan anvendes ved denne særlige form for selskabstømning, hvor det aldrig har været hensigten at benytte muligheden for lovlig selvfinansiering i SL § 206, stk. 2. Det kan således formentlig konkluderes, at det centrale ledelsesorgan alene er underlagt et culpaansvar, når organet forsøger at opfylde whitewash-proceduren.

Selvom der ”alene” er tale om et culpaansvar, må det imidlertid holdes for øje, at det centrale ledelsesorgan løber en meget væsentlig risiko ved gennemførelsen af lovlig selvfinansiering. Hvis finansieringen således viser sig at volde selskabet tab, vil det mest oplagte være, at det er selskabets centrale ledelsesorgan, der ifalder ansvar for transaktionen.⁶³ Det vil selv i de tilfælde, hvor lån er ydet i en majoritetsejers interesse, og transaktionen er blevet godkendt på generalforsamlingen, ikke friholde selskabets ledelse i forhold til minoritetsaktionærerne.⁶⁴ Det er endvidere det centrale ledelsesorgan, der er ansvarlig for den fortolkningstvivil, som jf. det følgende er forbundet med reglerne i whitewash-proceduren. En manglende opfyldelse af betingelserne vil således kunne medføre, at det centrale ledelsesorgan ifalder erstatningsansvar, hvorfor det centrale ledelsesorgan formentlig kun vil være tilbøjelig til at gennemføre selvfinansiering, såfremt risikoen for tab er nærmest ikke-eksisterende. Dette kan være tilfældet ved et *management buy out*, hvor ledelsen selv køber kapitalejerne ud og dermed under alle omstændigheder hæfter for lånet eller ved generationsskifte i et selskab, hvor den nye generation ikke har tilstrækkelige midler til at foretage købet.

2.1 Kreditvurdering af modtagerkredsen

Det fremgår af SL § 206, stk. 3, at det påhviler kapital-selskabets centrale ledelsesorgan at sikre, at der bliver foretaget en individuel kreditvurdering af den kreds af personer, fysiske som juridiske, der modtager selskabets bistand. Kreditvurderin-

⁶⁰ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 296 f.

⁶¹ Jf. bemærkningerne til § 215 i det fremsatte lovforslag nr. 170 af 25. marts 2009.

⁶² Schaumburg-Müller & Werlauff: Kommentarer, s. 845. Se endvidere Friis Hansen & Engsig Sørensen: Reform af selvfinansieringsforbuddet, s. 352-373, s. 361 ff. for en nærmere gennemgang af selskabstømning ved hhv. *nettohandler* og *bruttohandler*.

⁶³ Krüger Andersen & Engsig Sørensen: Forslaget til et nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime?, s. 65.

⁶⁴ Ibid., s. 65.

gen skal 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.⁶⁵

Netop henset til at der er tale om en individuel vurdering, skal hver enkelt modtager gøres til genstand for en vurdering. I medfør heraf kan en særdeles positiv vurdering af en enkelt eller flere modtagere ikke kompensere for en mindre positiv vurdering af andre modtagere.⁶⁶

Ved modtagelsen af selskabets økonomiske bistand er det såvel modtagerkredsen samt en eventuel financier (typisk en bank), der skal vurderes.⁶⁷ Schans Christensen anfører, at ”i tilfælde af sikkerhedsstillelse, vil der være behov for at vurdere både den, til hvis fordel, arrangementet etableres, og den, der stiller sikkerheden.”⁶⁸ Efter en ordlydsfortolkning af § 206, stk. 2, er det i tilfælde af sikkerhedsstillelse målselskabet, der stiller sikkerhed i forbindelse med tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet. Schans Christensens udlægning vil således betyde, at målselskabet skulle kreditvurdere sig selv, hvilket ikke kan have sin rigtighed. Schans Christensens opfattelse skal derfor formentlig ikke tages så bogstaveligt, men må forstås således, at i tilfælde hvor målselskabet yder tredjemand et lån til erhvervelse af kapitalandele i selskabet, og selskabet modtager sikkerhed herfor fra en anden end tredjemanden, f.eks. en pantsætter eller en kautionist, da skal såvel tredjemand som pantsætteren/kautionisten kreditvurderes.

Loven kræver ikke, at kreditvurderingen foretages af en professionel ekstern rådgiver, f.eks. en revisor, og det vil derfor alene være op til det centrale ledelsesorgan at vurdere behovet i den enkelte situation.⁶⁹ Det anføres imidlertid i bemærkningerne til det fremsatte lovforslags § 206, at målselskabet kun bør stille midler til rådighed, såfremt det kan forventes, at en professionel långiver, f.eks. en bank eller et realkreditinstitut, vil være villig til at stille midler til rådighed. Det har næppe været lovgivers hensigt, at målselskabets centrale ledelsesorgan skal besidde en væsentlig indsigt i den finansielle sektors udlånspolitik,⁷⁰ som, senest illustreret ved den finansielle krise, er yderst konjunkturfølsom. Endvidere vil forskellige långivere ganske givet have forskellige opfattelser af kreditværdighed, idet kreditværdigheden beror på långivernes risikovillighed.⁷¹ Det har næppe heller været lovgivers hensigt, at målselskabet alene bør yde lovlig selvfinansiering, såfremt en financier har indvilliget i at låne modtagerkredsen i samme transaktion. Såfremt det har været lovgivers hensigt, udvandes realiteten i undtagelsen til at foretage lovlig selvfinansiering, idet finansieringen da bliver afhængig af banklån. Hvordan det centrale ledelsesorgan i øvrigt vil bære sig ad med at dokumentere *forventningen* om, at en professionel långiver vil stille midler til rådighed i praksis kan volde vanskeligheder, hvilket vil komme det centrale ledelsesorgan til last, særligt fordi organet er omfattet af personligt ansvar, jf. SL § 361.⁷²

⁶⁵ Jf. bemærkningerne til § 206 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

⁶⁶ Høgh Thomsen & Kruhl: *Selvfinansiering & fusion*, s. 56.

⁶⁷ Buch & Rosenberg: *Kommentarer*, s. 595. Se også Lerche-Gredal & Bang: *Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelse*, s. 26

⁶⁸ Schans Christensen: *Kommentarer*, s. 562.

⁶⁹ Schans Christensen: *Kapitalselskaber*, s. 418.

⁷⁰ von Barnekow: *Lovlig selvfinansiering*, s. 66.

⁷¹ Melander: *Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2?*, s. 180, n., 21.

⁷² von Barnekow: *Lovlig selvfinansiering*, s. 66.

Netop henset til at det som oftest vil være vanskeligt for det centrale ledelsesorgan at vurdere en potentiel modtagers økonomiske soliditet og finansielle styrke, vil det være nærliggende at gøre brug af uvildige rådgivere til at udarbejde kreditvurderingen af modtagerkredsen.⁷³ Det vil endvidere styrke det centrale ledelsesorgan i en efterfølgende erstatningssag, såfremt kreditvurderingen er udarbejdet af en uvildig sagkyndig, frem for f.eks. selskabets egen økonomiafdeling, uanset at resultatet af kreditvurderingen var blevet det samme, da en sådan *intern* kreditvurdering sjældent vil nyde stor pålidelighed i tilfælde af en tvist.⁷⁴

Hvilke kriterier, der gælder for kreditvurderingen, eller hvad kreditvurderingen skal indeholde, er forarbejderne tavse om. Kure anfører, at kreditvurderingen tager sigte på dispositioner, selskabet fortager sig, og han skelner i den forbindelse mellem lån- og sikkerhedsstillelse, og den hermed forbundne risiko. Ydes den lovlige selvfinansiering således i form af et lån har kreditvurderingen direkte betydning for sandsynligheden af, at selskabet får lånet tilbagebetalt. I lånetilfælde må selvfinansieringen derfor tage udgangspunkt i risikoen for, at modtagerkredsen ikke tilbagebetaler lånet (rettidigt). Ved garanti- og sikkerhedsstillelse har kreditvurderingen indirekte betydning for risikoen for, at finansieren vil få brug for at realisere den stillede garanti eller sikkerhed. Ved garanti og sikkerhedsstillelse må kreditvurderingen derfor foretages i forhold til akkvisitionslånet, som garantien eller sikkerheden er stillet for.⁷⁵ Et andet forslag til, hvordan kreditvurderingen udarbejdes, fremføres af Svensson & Krarup, der anbefaler at benytte EBIT-modellen,⁷⁶ der ofte anvendes til værdiansættelse af virksomheder. Modellen tager udgangspunkt i virksomhedens tidligere års præstationer, hvilket Svensson & Krarup antager er hensigtsmæssigt i relation til kreditvurdering i forbindelse med lovlige selvfinansiering.⁷⁷

Kravet om kreditvurdering skal i øvrigt ses i sammenhæng med det almindelige krav om forsvarlig adfærd, der altid skal være opfyldt,⁷⁸ og som i forbindelse med lovlige selvfinansiering er kodificeret i § 208.⁷⁹ Sammenhængen mellem kreditvurderingen og forsvarlighedskravet betyder, at jo mere kreditværdig modtageren af selskabets økonomiske bistand er, jo mere forsvarligt vil det sædvanligvis også være for selskabet at yde selvfinansieringen, da risikoen for, at selskabet lider tab, vil være tilsvarende mindre.⁸⁰ Det må dog hertil bemærkes, at en meget kreditværdig modtager muligvis ikke vil finde selvfinansieringsmuligheden specielt attraktiv, da modtagerens egenkapital falder tilsvarende med den modtagne bistand. En meget kreditværdig modtager kan muligvis finde det mere tillokkende at opkøbe selskabet for egne midler og derefter foretage lovlige efterfinansiering, hvorved det er selskabets egenkapital – og ikke modtagerens – der falder. I såvel lovlige selvfinansiering som lovlige efterfinansiering har modtageren således benyttet selskabets midler til

⁷³ Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 418.

⁷⁴ Svensson & Krarup: Nye regler om selvfinansiering, s. 101.

⁷⁵ Kure: Lovlig Selvfinansiering, s. 298.

⁷⁶ Earnings before interest and taxes eller indkomst før renter og skat: Den skattepligtige indkomst før nettofinansieringsudgifter for selskabet.

⁷⁷ Svensson & Krarup: Nye regler om selvfinansiering, s. 101.

⁷⁸ Schans Christensen: Forslag til ny lov om aktieselskaber og anpartsselskaber (kapitalselskaber), s. 29.

⁷⁹ Se afsnittet: Forsvarlighedskriteriet nedenfor.

⁸⁰ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 299.

akkvisitionen, men modtageren har i det sidstnævnte tilfælde ingen gæld til selskabet.⁸¹

Loven giver ingen vejledning i, hvordan selskabet skal foretage kreditvurderingen af modtagerkredsen for selskabets økonomiske bistand.⁸² Der er derfor en del usikkerhed forbundet med kreditvurderingen, da det ikke er oplagt, hvordan modtagerkredsens kreditværdighed skal undersøges.⁸³ Som følge heraf kan det forventes, at kravet om, at der skal foretages en kreditvurdering, gør selvfinansiering til en mere besværlig proces.⁸⁴

2.2 Det centrale ledelsesorgans redegørelse

Det følger af SL § 207, stk. 1, 2. pkt., at det centrale ledelsesorgan har ansvaret for, at der udarbejdes en skriftlig redegørelse, som forelægges generalforsamlingen, og som danner grundlag for generalforsamlingens stillingtagen til selvfinansieringen.⁸⁵

Initiativ til at fremsætte forslag om selvfinansiering er hverken ifølge direktivet eller loven et ledelsesprærogativ, som det ellers blev foreslået i Kommissionens oprindelige udkast.⁸⁶ Da det imidlertid alene er det centrale ledelsesorgan, der kan udarbejde den nødvendige redegørelse til brug for generalforsamlingens beslutning, har det centrale ledelsesorgan i stedet opnået en form for vetoet, idet det centrale ledelsesorgan kan vælge at forkaste et forslag til selvfinansiering. En kapitalejer eller tredjemand kan således ikke forpligte det centrale ledelsesorgan til at udarbejde den nødvendige redegørelse, men kapitalejeren kan foretage tiltag til at udskifte ledelsesmedlemmerne efter selskabslovens regler herom, såfremt det centrale ledelsesorgan måtte nægte.⁸⁷ I praksis må det antages, at det formentlig altid vil være den eventuelle modtager af selvfinansieringen, der tager initiativ til at bringe spørgsmålet om selvfinansiering på bane under forhandlingerne om at erhverve kapitalandele i målselskabet.⁸⁸

Redegørelsen skal indeholde (1) bevæggrundene for dispositionen, (2) selskabets interesse heri, (3) betingelserne for dispositionen, (4) de risici som transaktionen måtte have for selskabets likviditet og solvens, og (5) den pris, som tredjemand skal betale for kapitalandelene. Såvel loven som forarbejderne indeholder imidlertid ikke nogen uddybende bemærkninger om, hvad der nærmere ligger i opstillingens enkelte punkter.⁸⁹ Kravene anses dog for at være minimumskrav, og såfremt det centrale ledelsesorgan vurderer, at der er anden væsentlig information, der skal indgå i generalforsamlingens beslutningsgrundlag, bør dette indarbejdes i redegørelsen.⁹⁰ Det kan således undre, at redegørelsen ikke eksplicit skal indeholde den under § 206, stk. 3, nævnte kreditvurdering. Det må imidlertid antages, at kreditvurderingen er forudsat indeholdt i et af punkternes indhold. Hvis ikke dette er til-

⁸¹ Se afsnittet: Lovlig selvfinansiering kontra lovlig efterfinansiering nedenfor.

⁸² von Barnekow: Lovlig selvfinansiering, s. 67.

⁸³ Melander: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2?, s. 182.

⁸⁴ Lerche-Gredal & Bang: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelser, s. 27.

⁸⁵ Jf. bemærkningerne til § 207 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

⁸⁶ Jf. art. 23, stk. 1, 2. afsnit, i Kommissionens forslag om ændring af direktiv 77/91/EØF, KOM (2004) 730, endelig udgave af 29. oktober 2004.

⁸⁷ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 295.

⁸⁸ Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen: Aktiekøb & selvfinansierede aktiekøb, s. 66.

⁸⁹ von Barnekow: Lovlig selvfinansiering, s. 67.

⁹⁰ Bunch & Rosenberg: Kommentarer, s. 596.

fældet, bør kreditvurderingen naturligvis medtages i redegørelsen og dermed indgå som en del af det vurderingsgrundlag, hvorpå generalforsamlingen træffer sin beslutning.⁹¹ Dette støttes tillige af, at de oplyste krav i bestemmelsen netop er minimumskrav til ledelsens redegørelse.

Henset til, at bestemmelsen alene omhandler minimumskrav, kan det endvidere overvejes, hvor høj en detaljeringsgrad bestyrelsens redegørelse skal indeholde. På den ene side kan der argumenteres for, at kapitalejerne på baggrund af gennemsigtighedsprincippet skal oplyses om alle forhold, hvorved kapitalejerne får oplyst alle relevante informationer, der kan influere på deres beslutning.⁹² På den anden side kan der argumenteres for, at det udspringer af selve forholdet og den heraf følgende ansvarsfordeling mellem selskabets ledelse og dets kapitalejere, at ledelsen har en stillingsfuldmagt, der muliggør beslutningskompetence på selskabets vegne. Ledelsen er således nærmest til at vide, hvilke oplysninger der er relevante, således at selskabet ikke røber mere end højest nødvendigt.⁹³ Under alle omstændigheder etablerer redegørelsen et sikkert udgangspunkt for en mulig efterfølgende ansvarsbedømmelse, hvorfor det set fra det centrale ledelsesorgans perspektiv vil være at foretrække at udarbejde en omhyggelig og loyal redegørelse, som indeholder alle relevante overvejelser, da dette kan medvirke til at friholde organet for ansvar.⁹⁴

2.2.1 Baggrunden for forslaget

Det første krav til det centrale ledelsesorgans skriftlige redegørelse er oplysninger om baggrunden for forslaget om selvfinansiering, jf. § 207, stk. 1, nr. 1. En beskrivelse af baggrunden for forslaget vil sædvanligvis forekomme naturlig som introduktion til redegørelsen og som forklaring på, hvem der har taget initiativ hertil, med hvilken baggrund og med hvilket formål. Redegørelsen for baggrunden for forslaget om selvfinansiering må endvidere ses i sammenhæng med redegørelsen for selskabets interesse i at gennemføre selvfinansiering. Redegørelsen for det første skal således give grundlag for vurdere det sidste.⁹⁵

2.2.2 Selskabets interesse

Det andet krav til det centrale ledelsesorgans skriftlige redegørelse er, at den indeholder oplysninger om selskabets interesse i at gennemføre selvfinansieringen, jf. SL § 207, stk. 1, nr. 2. Der findes imidlertid ikke i dansk selskabslovgivning bestemmelser, som direkte fastslår, hvad der skal forstås ved et kapital-selskabs interesse.⁹⁶ Kravet antages at indebære, at der skal kunne påvises en egentlig interesse for selskabet i at foretage den pågældende transaktion. Angivelsen af selskabets interesse i transaktionen har dermed til formål at sikre, at selskabet kun foretager sådanne transaktioner, hvis selskabet, og dermed også selskabets kreditorer og andre interessenter, får nytte heraf.⁹⁷ I den sammenhæng fungerer det centrale ledelsesorgan som *stopklods*, således at netop disse interesser ikke bliver siddet overhørigt.⁹⁸ Selvfinansiering, der eksempelvis tilgodeser en hovedaktionær, men som ikke er i

⁹¹ von Barnekow: Lovlig selvfinansiering, s. 66.

⁹² Werlauf, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen: Aktiekøb & selvfinansierede aktiekøb, s. 53.

⁹³ Ibid., s. 53.

⁹⁴ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 292 f.

⁹⁵ Ibid., s. 292.

⁹⁶ Bunch & Schans Christensen: Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, s. 1.

⁹⁷ Bunch & Rosenberg: Kommentarer, s. 596.

⁹⁸ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 301

de øvrige aktionærs interesse, er derfor i strid med bestemmelsen.⁹⁹ Kravet om en vurdering af selskabets interesse i transaktionen tilfører i bund og grund ikke noget nyt, i forhold til hvad der allerede må antages at gælde på ulovbestemt grundlag.¹⁰⁰ Det påhviler således selskabets ledelse at varetage selskabets interesser, så snart selskabet er blevet stiftet.¹⁰¹ Den udtrykkelige lovkodificering om vurdering tjener formentlig derfor særlige pædagogiske formål og indikerer endvidere, at generalforsamlingens godkendelse af selvfinansieringen ikke er tilstrækkelig til at fritage selskabets ledelse for at varetage selskabets interesser.¹⁰²

Såfremt det centrale ledelsesorgan vurderer, at selvfinansieringen ikke er i selskabets interesse, er der hverken i loven eller dens forarbejder taget udtrykkelig stilling til, hvad der i så fald gælder.¹⁰³ Det vil formentlig være muligt at yde selvfinansiering, så længe det centrale ledelsesorgan har opfyldt kravet om at redegøre skriftligt for selskabets interesse – også selvom denne vurdering er negativ.¹⁰⁴ Det følger imidlertid af den ulovbestemte *corporate benefit*-doktrin, der er inspireret af common law, at ledelsen i et selskab generelt er forpligtet til at lede selskabet forsvarligt, herunder især at dispositioner foretages i selskabets interesse.¹⁰⁵ Doktrinen formål er at beskytte selskabets kapitalejere og kreditorer mod ledelsens og/eller kapitalejermajoritetens misbrug af selskabets midler.¹⁰⁶ Hertil skal det bemærkes, at det centrale ledelsesorgans forsvarlighedsvurdering vil tilsige, at organet skal oplyse generalforsamlingen om selskabets mangel på interesse i transaktionen og fraråde generalforsamlingen at stemme for selvfinansieringsforslaget, da der i modsat fald er en meget nærliggende risiko for, at der vil være tale om en disposition omfattet af generalklausulen i SL § 108. Beslutter generalforsamlingen at yde selvfinansiering, på trods af det centrale ledelsesorgans tilkendegivelser om tilrådeligheden i at lade være, bør organet meget nøje overveje at fratræde, således at det ikke risikerer at blive gjort medansvarlig i en eventuel efterfølgende erstatningssag.¹⁰⁷

Det er uklart, hvilke forhold det centrale ledelsesorgan skal lægge vægt på, når selskabets interesse vurderes. Som udgangspunkt er afgang af selskabets kapital næppe i et selskabs interesse, da det likviditetsmæssigt slankes.¹⁰⁸ Det må ses i sammenhæng med den nærmest universelle interessekonflikt, begrebet selvfinansiering indeholder; nemlig at interessen i at modtage finansiering stort set altid vil være dominerende over for interessen i at yde den.¹⁰⁹ I visse situationer kan det dog være selskabets interesse i at yde selvfinansiering, der vejer tungest. Således vil eksempelvis et ønske om at udvide selskabets ejerkreds med en kapitalejer, som besidder særlig know-how eller teknologi, som selskabet kan drage fordel af, særligt være i selskabets interesse.¹¹⁰ Bortset fra sådanne specielle tilfælde, som antagelig må høre til sjældenhederne, kan målselskabet formentlig ikke påvise nogen egentlig interesse i sine ejerforhold, idet det som udgangspunkt er et selskab uvedkommende,

⁹⁹ Schans Christensen: Kommentarer, s. 563.

¹⁰⁰ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 296.

¹⁰¹ Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 305.

¹⁰² Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 296.

¹⁰³ Bunch & Rosenberg: Kommentarer, s. 596.

¹⁰⁴ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 296.

¹⁰⁵ Wormslev: Selvfinansiering og bestyrelsesansvar i praksis, s. 20, n. 6.

¹⁰⁶ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 296.

¹⁰⁷ Bunch & Rosenberg: Kommentarer, s. 596.

¹⁰⁸ von Barnekow: Lovlig selvfinansiering, s. 66

¹⁰⁹ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 297.

¹¹⁰ Schans Christensen: Kommentarer, s. 563.

hvem der er dets ejere.¹¹¹ Det centrale ledelsesorgan vil over for kapitalejerne kunne fremsætte det argument, at jo bedre modtagerens finansiering er, desto højere pris for kapitalandelene vil kunne opnås.¹¹² Dette argument kan utvivlsomt have stor praktisk betydning, men selskabet har teoretisk set næppe nogen selvstændig legitim interesse i, at dets ejere kan få en højere pris ved salg af kapitalandelene i selskabet, hvis dette sker på bekostning af selskabets interesse.¹¹³

Det er mest nærliggende at tage udgangspunkt i målselskabets aktuelle økonomiske virkelighed, når selskabsinteressen skal vurderes. Er målselskabet stærkt kapitaliseret og likvidt, kan interessen i selvfinansieringen f.eks. bestå i, at selskabet kan få et højere afkast ved selvfinansiering end ved andre investeringer. Det er dog ikke ensbetydende med, at blot fordi målselskabet *har råd* til yde selvfinansiering, at det dermed er i selskabets interesse. Er målselskabet omvendt tyndt kapitaliseret, må det centrale ledelsesorgan i overensstemmelse med den almindelige pligt til at sikre et forsvarligt kapitalberedskab udvise særlig agtpågivenhed. Pligten må medføre, at der må kræves særligt tungtvejende grunde til at yde selvfinansiering, før selskabet har en interesse heri.¹¹⁴

På trods af at det centrale ledelsesorgan tager udgangspunkt i målselskabets økonomiske situation, er omfanget af selskabets interesse imidlertid ikke afklaret, da der i den juridisk litteratur hersker en vis uenighed om, hvad der derudover udgør *selskabets interesse*. Werlauff anfører, at selskabsinteressen består af mere end summen af selskabsdeltagernes interesser; der indgår ifølge Werlauff tillige prioriterede delinteresser med en indbyrdes rangfølge i form af selskabsdeltagere, selskabskreditorer, medarbejdere, potentielle medkontrahenter og samfundet, dog således at rangfølgen kan ændre prioritering i særlige tilfælde, f.eks. sådan at selskabskreditorernes interesse konkret får en højere prioritet end selskabsdeltagernes.¹¹⁵

Sofsrud antager, at selskabets interesse henviser til interessen hos det økonomiske residualssubjekt, dvs. selskabets kapitalejere, eller i tilfælde af selskabets konkurs, selskabets kreditorer.¹¹⁶ Sofsrud bakkes op af Bunch & Schans Christensen, der angiver, at det harmonerer med både den øvrige del af § 207 og selskabslovens øvrige bestemmelser om selvfinansiering at definere selskabets interesse som kapitalejernes kollektive interesse i selskabet, dog således at i det øjeblik selskabet er eller ved en påtænkt disposition ville blive insolvent, og kapitalejerne dermed reelt ikke længere har en interesse i selskabet, må det afgørende være beskyttelsen af kreditorernes interesser.¹¹⁷ Bunch & Schans Christensen konkluderer derfor, at i forhold til selskabslovens generalklausuler er det afgørende, om beslutningen er truffet i overensstemmelse med såvel kapitalejernes kollektive interesser som kreditorinteresser.¹¹⁸

¹¹¹ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 297.

¹¹² Melander: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2, s. 180.

¹¹³ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 297.

¹¹⁴ *Ibid.*, s. 296.

¹¹⁵ Werlauff: Selskabsmasken, s. 517 f.

¹¹⁶ Sofsrud: Bestyrelsens beslutning og ansvar, s. 259.

¹¹⁷ Bunch & Schans Christensen: Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, s. 2.

¹¹⁸ *Ibid.*, s. 10.

Krüger Andersen lægger sig imellem Werlauff og Sofsrud og argumenterer for, at selskabets interesse formentlig må forstås som en samlebetegnelse for de interesser, der beskyttes af selskabsloven, her set i lyset af baggrunden for selvfinansieringsreglerne, hvilket først og fremmest betyder selskabskreditorernes interesser.¹¹⁹

I bemærkningerne til det fremsatte lovforslags § 208 fremgår det, at det centrale ledelsesorgan må anlægge en helhedsbetragtning, når organet skal vurdere råderummet for at kunne yde lovlig selvfinansiering.¹²⁰ I helhedsbetragtningen af råderummet indgår kreditvurderingen af modtagerkredsen for den lovlige selvfinansiering samt selskabets generelle interesse og samlede forpligtelser i transaktionen.¹²¹ Formentlig inspireret heraf betragter Kure netop selskabets interesse ud fra en helhedsbedømmelse af selvfinansieringstransaktionen, hvor modtagerkredsen kreditværdighed, finansieringsform og størrelse samt finansieringsvilkårene inddrages. Helhedsbedømmelsen skal opliste såvel fordelene som ulemperne ved selvfinansiering, hvorefter Kure mener, at der kan foretages en *cost-benefit-analyse*. Analysens udfald skal sikre, at ulemperne ved finansieringen ikke overskygger fordelene.¹²²

Høgh Thomsen & Kruhl antager, at selskabets interesse kan vise sig vanskelig eller let at beskrive alt afhængig af situationen. Forfatterne lægger sig således på linje med Kure og anfører, at begrebet selskabets interesse kræver en konkret analyse af den foreliggende situation for at vurdere, hvorvidt selskabet har en interesse i den pågældende disposition. Høgh Thomsen & Kruhl går dog videre end Kure, da de anser hensyn til kapitalejersammensætningen og kapitalejernes interesse, mulighed og lyst til at udvikle selskabet for være helt centrale og berettigede hensyn, som kan indgå i vurderingen. Høgh Thomsen & Kruhl advarer endvidere mod, at begrebet fortolkes for rigtigt, og forfatterne anfører i den forbindelse, at selskabets interesse også skal iagttages i andre selskabsretlige sammenhænge, uden at dette giver anledning til de helt store problemer i praksis. På den baggrund konkluderer Høgh Thomsen & Kruhl, at selskabets mulighed for at bidrage med økonomisk bistand ikke bør ”strande” på betingelsen om selskabets interesse, når de øvrige betingelser er opfyldt, herunder navnlig forsvarligheds-kriteriet, hvor hensynet til selskabets øvrige interesser indgår som et naturligt led.¹²³

På baggrund af ovennævnte må det konkluderes, at det er vanskeligt for selskabets centrale ledelsesorgan at redegøre for, om selvfinansieringen er i selskabets interesse. Dette skyldes først og fremmest den uundgåelige og nærmest universelle interessekonflikt, der er indbygget i selve begrebet selvfinansiering: Interessen i at modtage finansiering vil stort set altid være dominerende over for interessen i at yde den. Endvidere vil den blotte konstatering af, at selskabet har råd til at yde selvfinansiering ikke være begrundelse nok til rent faktisk at gøre det. Det er yderligere en hindring, at selskabets interesse er en retlig standard, der er et omdiskuteret begreb i teorien, som loven og dens forarbejder ikke hjælper til med at opklare. Er alle de øvrige betingelser i whitewash-proceduren imidlertid opfyldt, bør kravet om selskabets interesse formentlig ikke spænde ben for, at målselskabet yder lovlig selvfinansiering. Det centrale ledelsesorgan er dog fortsat ansvarlig i tilfælde af tab ved transaktion, hvorfor organet formentlig vil være tilbøjelig til tilkendegive, at

¹¹⁹ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 292.

¹²⁰ Jf. bemærkningerne til § 208 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

¹²¹ Ibid.

¹²² Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 296.

¹²³ Høgh Thomsen & Kruhl: Selvfinansiering & fusion, s. 57 f.

selvfinansiering ikke er selskabets interesse, hvis organet er det mindste i tvivl om tilrådeligheden i transaktionen. Vælger kapitalejerne alligevel at vedtage forslaget om selvfinansiering, bør det centrale ledelsesorgan nøje overveje, om det tør *blive ved roret*, da selv en forbeholden eller direkte negativ redegørelse ikke diskulperer for ansvar.

2.2.3 Betingelserne for gennemførelsen

Det tredje krav til det centrale ledelsesorgans skriftelige redegørelse er, at den indeholder oplysninger om de betingelser, der er knyttet til gennemførelsen af selvfinansieringen, jf. SL § 207, stk. 1, nr. 3. Det er uvist, om betingelserne for gennemførelse relaterer sig til gennemførelsen af selvfinansieringen eller til gennemførelsen af tredjemands erhvervelse henholdsvis tegning af kapitalandele i selskabet. Det må formodes, at bestemmelsen henviser til betingelserne for gennemførelse af selvfinansiering, men under alle omstændigheder vil selvfinansieringens gennemførelse og tredjemands erhvervelse henholdsvis tegning ofte være nært indbyrdes forbundne i praksis, hvorfor det vil være naturligt at beskrive begge dele i redegørelsen.¹²⁴

2.2.4 Likviditets- og solvensmæssige konsekvenser for selskabet

Det fjerde krav til det centrale ledelsesorgans skriftlige redegørelse er, at den indeholder oplysninger om selvfinansieringens likviditets- og solvensmæssige konsekvenser for selskabet, jf. SL § 207, stk. 1, nr. 4. Kravet er et udslag af det centrale ledelsesorgans almindelige pligt til at sikre et forsvarligt kapitalberedskab, og det tvinger dermed det centrale ledelsesorgan til eksplicit at vurdere de likviditets- og solvensmæssige konsekvenser for målselskabet.¹²⁵

Det kan muligvis befrygtes en vis tilbøjelighed til at spekulere i, hvornår det vil være optimalt at sende transaktionen til godkendelse på generalforsamlingen. Denne frygt vil dog formentlig vise sig at blive gjort til skamme, da det centrale ledelsesorgan bærer ansvaret for transaktionen, og det vil derfor være i organets interesse at give et realistisk billede af selskabets økonomi.¹²⁶

I Kommissionens oprindelige forslag blev der stillet krav om, at målselskabet skulle kunne opretholde sin likviditet og solvens i de næste fem år. Dette skulle målselskabet godtgøre ved en detaljeret pengestrømsanalyse¹²⁷, udarbejdet på grundlag af oplysninger på godkendelsestidspunktet.¹²⁸ Kravet om en detaljeret pengestrømsanalyse ville forudsætte en meget omfattende analyse af selskabets økonomiske forhold,¹²⁹ og opfyldelse heraf ville indebære yderligere omkostninger for målselskabet, der ikke medførte en tilsvarende fordel, idet en pengestrømsanalyse overvejende ville blive baseret på antagelser og dermed have en begrænset værdi.¹³⁰ Kravet om en detaljeret pengestrømsanalyse, der sikrede målselskabets sol-

¹²⁴ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 297.

¹²⁵ Ibid., s. 297.

¹²⁶ Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb & selvfinansierede aktiekøb, s. 51 f.

¹²⁷ Et selskabs pengestrøm udregnes ved at fratække investeringer i omsætningsaktiver og –passiver samt materielle anlægsaktiver fra virksomhedens primære driftsresultat. Hertil lægges virksomhedens afskrivninger samt ikke likviditetskrævende poster.

¹²⁸ Jf. art. 23, stk. 1, 2. afsnit, i Kommissionens forslag om ændring af direktiv 77/91/EØF, KOM (2004) 730, endelig udgave af 29. oktober 2004.

¹²⁹ Krüger Andersen & Engsig Sørensen: Forslaget til nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime?, s. 65 f.

¹³⁰ Ferran: Simplification of European Company Law on Financial Assistance, s. 98.

vens og likviditet i de kommende fem år, blev derfor ikke medtaget i det endelige direktiv. Ændringen gør det mindre bureaukratisk og omkostningsfuldt at yde selvfinansiering, hvilket i praksis kan medvirke til en øget anvendelse af undtagelsen.¹³¹

På trods af at kravet udgik af den endelige direktivtekst, må en beslutning om at deltage i finansieringen af tredjemands erhvervelse af selskabets kapitalandele stadig samlet set forudsætte en omfattende analyse af selskabets forhold, således at det kan fastslås, at den pågældende finansiering formentlig er inden for selskabets økonomiske rammer.¹³² Selvom det således ikke er et ubetinget krav, kan det dog være naturligt, at en sådan pengestrømsanalyse indgår i det materiale, som det centrale ledelsesorgan præsenterer for generalforsamlingen i forbindelse med godkendelse af transaktionen.¹³³

2.2.5 Prisen for kapitalandelene

Det femte krav til det centrale ledelsesorgans redegørelse er, at den indeholder oplysninger om den pris, tredjemand skal betale for kapitalandelene, jf. SL § 207, stk. 1, nr. 5. Kravet er vigtigt, fordi redegørelsen efterfølgende skal offentliggøres,¹³⁴ hvilket medfører, at det ikke er muligt at holde købsprisen fortrolig.¹³⁵

Det fremgår eksplicit af ændringsdirektivets tekst, at hvis en tredjemand med finansiel bistand fra et selskab erhverver selskabets egne kapitalandele, jf. art. 19, stk. 1, eller tegner kapitalandele, som er udstedt i en udvidelse af den tegnede kapital, skal dette ske til en rimelig pris.¹³⁶ Formålet med at sikre en rimelig pris er, at de eksisterende beholdninger af kapitalandele ikke udvandes.¹³⁷ Kravet om rimelig pris gælder derimod ikke i tilfælde, hvor tredjemand ved hjælp af selvfinansieringen erhverver allerede udstedte kapitalandele i selskabet. Det skyldes, at vederlaget da tilfalder den sælgende kapitalejer frem for selskabet, hvorfor ejerforholdene i selskabet forbliver intakte.¹³⁸

I den danske implementering af ændringsdirektivet er der ikke fastsat noget krav om en rimelig pris, og det kan derfor ikke kræves, at et dansk kapital-selskab skal sikre dette, jf. det EU-retlige princip om, at en medlemsstat ikke kan påberåbe sig et direktiv over for dens borgere og virksomheder, hvis direktivet ikke er implementeret i national ret. Dette princip er bl.a. blevet fastslået af EU-domstolen i C-152/84 Marshall v Southampton Area Health Authority, ifølge hvilken et direktiv ikke i sig selv kan skabe forpligtelser for private, hvorfor en direktivbestemmelse derfor ikke som sådan kan påberåbes over for sådanne personer (horisontal umid-

¹³¹ Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 190.

¹³² Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen Aktietilbagekøb & selvfinansierede aktiekøb, s. 52.

¹³³ Melander: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2?, s. 180.

¹³⁴ Se afsnittet: Offentliggørelse af det centrale ledelsesorgans skriftlige redegørelse nedenfor.

¹³⁵ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 297.

¹³⁶ Jf. direktivets art. 23, stk. 1, 5. afsnit.

¹³⁷ Jf. art. 23, stk. 1, 5. afsnit, i Kommissionens forslag om ændring af direktiv 77/91/EØF, KOM (2004) 730, endelig udgave af 29. oktober 2004.

¹³⁸ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 297.

delbar anvendelighed).¹³⁹ EU-domstolen har således fremhævet, at direktiver under TEUF art. 288 udelukkende er bindende for medlemsstaterne.¹⁴⁰

Det vil derfor ikke være i strid med selskabsloven, såfremt en kapitalejer som led i en kapitalforhøjelse tegner nye kapitalandele til en ikke-rimelig pris (favørkurs) ved hjælp af midler modtaget fra målselskabet som lovlig selvfinansiering.¹⁴¹ En sådan favørkurs strider imidlertid med ligeretsgrundsætningen i SL § 45, 1. pkt., og ville i givet fald forudsætte godkendelse fra samtlige forringende kapitalejere.¹⁴² En rettet kapitalforhøjelse med favørkurs til en kapitalejer vil således kunne blokeres af samtlige af de øvrige kapitalejere, uanset hvor stor en andel de ejer i selskabet.¹⁴³

Det bemærkes, at det er frivilligt for medlemsstaterne at implementere muligheden for lovlig selvfinansiering i national ret.¹⁴⁴ Reglerne i direktivet er imidlertid minimumskrav, og medlemsstaterne kan derfor vælge at stille strengere krav til lovlig selvfinansiering, men ikke lempeligere krav, da det generelle selvfinansieringsforbud i kapitaldirektivet ellers kunne blive udhulet i national ret. Den danske implementering af ændringsdirektivet i selskabsloven, hvor kravet om en rimelig pris for kapitalandelene ved erhvervelse af selskabets egne kapitalandele eller tegning af nye kapitalandele er udeladt, er dermed næppe i overensstemmelse med de EU-retlige forpligtelser, Danmark er pålagt. De danske betingelser for lovlig selvfinansiering er således formelt mere lempelige end de betingelser, som ændringsdirektivet opstiller.¹⁴⁵

2.3 Offentliggørelse af det centrale ledelsesorgans redegørelse

Det følger af SL § 207, stk. 3, at det centrale ledelsesorgans skriftlige redegørelse skal offentliggøres i Erhvervsstyrelsens it-system eller være modtaget i Erhvervsstyrelsen med henblik på offentliggørelse, jf. § 9, senest 2 uger efter generalforsamlingens godkendelse. Redegørelsen er således underlagt offentlighed som de øvrige selskabsdokumenter i medfør af de grundlæggende principper, som kommer til udtryk i art. 3 i 1. selskabsdirektiv.¹⁴⁶

Offentliggørelse af redegørelsen gør det lettere for særligt selskabets kreditorer at forholde sig til de mulige konsekvenser af beslutningen om at yde selvfinansiering.¹⁴⁷ Omvendt kan offentliggørelse af særligt prisen på kapitalandelene formentlig få den konsekvens, at mange selskaber fravælger muligheden om lovlig selvfinansiering, eftersom selskaberne ikke ønsker, at offentligheden får kendskab hertil.

Offentliggørelse af redegørelsen kan i øvrigt ikke antages for at være et gyldighedskrav for selvfinansieringen, men er alene et formkrav, hvis overtrædelse kan straffes med bøde, jf. SL § 367, stk. 1.¹⁴⁸

¹³⁹ Dommens præmis 48. Se også C-221/88 Busseni, præmis 23 og C-106/89 Marleasing, præmis 6.

¹⁴⁰ Daniel m.fl.: Grundlæggende EU-ret, s. 271.

¹⁴¹ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 297 f.

¹⁴² Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb & selvfinansierede aktiekøb, s. 51.

¹⁴³ Madsbøll Tidemand & Dyrup Jensen: Minoritetsaktionærers retsstilling i henhold til selskabslovens regler om selvfinansiering og egne aktier, s. 27.

¹⁴⁴ Jf. betænkning nr. 1498/2008, Modernisering af selskabsretten, s. 515

¹⁴⁵ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 298.

¹⁴⁶ Jf. bemærkningerne til § 207 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

¹⁴⁷ Schans Christensen: Kommentarer, s. 564.

¹⁴⁸ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 295.

2.4 Generalforsamlingens godkendelse

I SL § 207, stk. 2, er det fastslået, at det er generalforsamlingen, der træffer afgørelse om målselskabet skal yde lovlig selvfinansiering. Til brug for afgørelsen fremlægger det centrale ledelsesorgan sin redegørelse om selvfinansieringen, jf. § 207, stk. 1.

2.4.1 Habilitetsmæssige hensyn

Hvis den person, der modtager den lovlige selvfinansiering, i forvejen er kapitalejer i målselskabet, hvilket ikke udelukkes efter SL § 206, stk. 1, der alene forbyder *trejdjemand's erhvervelse*, kan der spørges, hvorvidt kapitalejeren må deltage i og stemme på generalforsamlingen ved behandlingen af beslutningen. Dette fremgår ikke af reglerne i SL §§ 206-209, men i SL § 86 vedrørende kapitalejeres inhabilitet på generalforsamlingen.

SL § 86, 1. led, bestemmer, at en kapitalejer ikke må deltage i afstemning på generalforsamlingen om søgsmål mod kapitalejeren selv eller om kapitalejerens eget ansvar over for selskabet. Derudover må kapitalejeren heller ikke efter 2. led deltage i generalforsamlingens afstemning om søgsmål mod andre eller om andres ansvar, hvis kapitalejeren har væsentlig interesse deri, der kan være stridende mod selskabet. Det karakteristiske for inhabilitetsreglen i SL § 86 vedrørende kapitalejere – i modsætning til hvad der i medfør af SL § 131 gælder for medlemmer af selskabets ledelse – er, at den kun omfatter sagsanlæg og ikke aftaler.¹⁴⁹ Læser man SL § 86 modsætningsvis er der således ikke noget til hinder for, at kapitalejeren deltager og stemmer vedrørende sin egen mulighed for at modtage målselskabets økonomiske bistand.¹⁵⁰ Derfor må en kapitalejer fuldt legalt varetage sine egne formueinteresser og foretage *egoistisk stemmeafgivning*, såfremt generalforsamlingen skal beslutte, hvorvidt kapitalejeren kan modtage lovlig selvfinansiering,¹⁵¹ dog med det forbehold at den *egoistiske stemmeafgivning* ikke fører til en beslutning, der efter sit indhold er åbenbart urimeligt for målselskabet.¹⁵²

Såfremt kapitalejeren, der modtager den lovlige selvfinansiering, tillige er medlem af målselskabets direktion, bestyrelse eller tilsynsråd (dvs. medlem af ledelsen), er kapitalejeren underlagt den strengere inhabilitetsregel i SL § 131, der omfatter såvel søgsmål som aftaler. Reglen i § 131 vil derfor afskære kapitalejeren fra at stemme om aftaler mellem selskabet og ham selv.¹⁵³ Dette harmonerer også med kapitaldirektivets art. 23 a, der foreskriver, at medlemsstaterne skal træffe passende sikkerhedsforanstaltninger i tilfælde af, at et medlem af ledelsen, f.eks. ved et management buy out, er modtager af den økonomiske bistand, således at transaktionen ikke strider imod selskabets interesse. Det er i den forbindelse underordnet, at kapitalejeren i praksis antagelig vil indskyde et selskab, som kapitalejeren ejer eller er tilknyttet, til at modtage selvfinansieringen.¹⁵⁴ Begrundelsen for den strengere habilitetsbedømmelse for ledelsesmedlemmer er, at der her er tale om et selskabsretligt mandat, der principielt udøves for andre, nemlig for enhver, der udleder de-

¹⁴⁹ Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 553.

¹⁵⁰ Werlauff: Selskabsret, s. 317.

¹⁵¹ Werlauff: Selskabers kapital, s. 147, n. 37.

¹⁵² Schaumburg-Müller & Werlauff: Kommentarer, s. 824.

¹⁵³ Gomard & Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber, s. 345, Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 553 og Svensson & Krarup: Nye regler om selvfinansiering, s. 102.

¹⁵⁴ Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb & selvfinansierede aktiekøb, s. 55.

res interesser af selskabets interesser; her er der således ingen ret til *egoistisk stemmeafgivning*.¹⁵⁵

2.4.2 Vedtagelse af beslutningen

Generalforsamlingens godkendelse kræver samme majoritet som ved vedtægtsændring, jf. SL § 106. Det betyder, at beslutning om selvfinansiering som udgangspunkt kræver godkendelse med 2/3 af såvel de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede kapital. Der er dermed risiko for, at selvfinansiering kan gennemføres uden samtykke fra en stor del af kapitalejerne. Det er desuden ikke nogen forudsætning, at alle 100 % af kapitalandelene i selskabet erhverves, og såfremt selvfinansieringen ydes med eksisterende kapitalejere i målselskabet, bliver disse ikke kompenseret for den øgede risiko, som selskabet udsættes for som følge af den højere gældsandel.¹⁵⁶ Omvendt kan det anføres, at der indrømmes målselskabets minoritetskapitalejere vidtgående beføjelser, idet minoritetskapitalejere, der enten repræsenterer mere end 1/3 af de afgivne stemmer eller mere end en 1/3 af den på generalforsamlingen repræsenterede del af selskabskapitalen, reelt kan blokere for majoritetskapitalejerens kapitaloverdragelse.¹⁵⁷

I det oprindelige direktivforslag fra Kommissionen havde enhver kapitalejer i henhold til art. 23 a ret til at bestride generalforsamlingens godkendelse. Denne bestemmelse blev ikke medtaget i det endelige direktiv, og henset til at det alene i forarbejderne anføres, at beslutningen skal overholde generalklausulen i § 108,¹⁵⁸ kan der stilles spørgsmålstegn ved, om ligeretsgrundsætningen i SL § 45, 1. pkt., finder anvendelse. Det må dog antages, som det også er gjort ovenfor,¹⁵⁹ at der ikke er noget, der skulle begrunde, at ligeretsgrundsætningen ikke konkret skulle finde anvendelse, såfremt målselskabet alene yder selvfinansiering til en af selskabets eksisterende kapitalejere, men hvor det ikke er samtlige selskabets kapitalejere, der modtager denne økonomiske bistand,¹⁶⁰ eller såfremt en eller flere eksisterende kapitalejere, men ikke alle, får tilbudt kapitalandele som led i en kapitalforhøjelse til favørkurs. At såvel ligeretsgrundsætningen og generalklausulen finder anvendelse indebærer derfor, at de kapitalejere, der stilles ringere ved selvfinansieringen, skal samtykke til dispositionen, og at der ikke må træffes beslutning, som åbenbart er egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller selskabets bekostning.

Den lovlige selvfinansiering må kun ydes med frie midler,¹⁶¹ hvilket vil sige midler, der kan udloddes som ordinært udbytte, jf. SL § 180, stk. 2. Det skal dog hertil bemærkes, at der er en signifikant forskel mellem udbytte og selvfinansiering, da udbytte fordeles mellem kapitalejerne i forhold til deres ejerandel i selskabet, jf. SL § 1, stk. 2, 2. pkt., hvorimod det ikke nødvendigvis er alle kapitalejere, der direkte eller indirekte vil få gavn af selvfinansiering. Det vil sædvanligvis være således, at selvfinansieringen indeholder et favørelement over for den kapitalejer, som finan-

¹⁵⁵ Werlauff i Neville & Engsig Sørensen (red): Den nye selskabslov, s. 296.

¹⁵⁶ von Barnekow: Lovlig selvfinansiering, s. 66.

¹⁵⁷ Lundgren & Høeg Madsen: M&A tendenser i 2010, herunder i lyset af selskabsloven, s. 178.

¹⁵⁸ Jf. bemærkningerne til § 207 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

¹⁵⁹ Se afsnittet: om Prisen for kapitalandelene ovenfor.

¹⁶⁰ Buch & Rosenberg: Kommentarer, s. 596. Se også Schans Christensen: Kommentarer, s. 563.

¹⁶¹ Se afsnittet: Frie reserver nedenfor.

sieringen ydes til fordel for,¹⁶² som de forringende kapitalejere i så fald skal give samtykke til. I det tilfælde, at en kapitalejer tidligere har samtykket til en anden kapitalejers selvfinansiering med favørelement, opstår spørgsmålet, om kapitalejeren på baggrund af ligeretsgrundsætningen kan have en berettiget forventning om, at selskabet ligeledes vil deltage i finansieringen i kapitalejerens salg/erhvervelse af kapitalandele. Krüger Andersen & Engsig Sørensen mener,¹⁶³ at kapitalejerens forventning er berettiget, hvilket Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen tilslutter sig, dog med det forbehold at de givne omstændigheder skal være ens.¹⁶⁴ Kure anser det dog for at strække ligeretsgrundsætningen for langt. I stedet argumenterer Kure for, at en kapitalejer, der føler sig forbigået i forbindelse med lovlig selvfinansiering, nok nærmere må tilbageholde sit samtykke til transaktionen på generalforsamlingen frem for at håbe på, at de øvrige kapitalejere vil meddele deres samtykke, hvis den pågældende kapitalejer senere skulle fremsætte ønske om selvfinansiering fra selskabet.¹⁶⁵

Som følge af ligeretsgrundsætningen vil eventuelle minoritetskapitalejere effektivt kunne blokere for beslutningen om selvfinansiering på generalforsamlingen ved at undlade at samtykke hertil, og beslutningen vil endvidere efter omstændighederne kunne anfægtes efter generalklausulen, hvorfor lovlig selvfinansiering i selskaber med flere kapitalejere i bedste fald er meget uhensigtsmæssigt, i værste fald umuligt, medmindre der er tale om et generationsskifte i et selskab.¹⁶⁶

2.4.3 Tidspunktet for generalforsamlingens beslutning

Generalforsamlingen kan ikke på forhånd bemyndige selskabets centrale ledelsesorgan til at yde lovlig selvfinansiering, hvorfor generalforsamlingens tilslutning til, at selskabet yder lovlig selvfinansiering, skal ske på baggrund af et konkret forhold.¹⁶⁷ Det betyder, at generalforsamlingen skal tage stilling til hvert enkelt forslag om lovlig selvfinansiering.¹⁶⁸

HLG foreslog imidlertid i sin rapport, at generalforsamlingen kunne bemyndige selskabets centrale ledelsesorgan i en tidsbegrænset periode, f.eks. 5 år, til at træffe beslutning om lovlig selvfinansiering.¹⁶⁹ Henset til, at forslaget ikke blev til noget, og at generalforsamlingen i stedet forudgående skal give sin godkendelse til den lovlige selvfinansiering, hersker der en vis uenighed om, hvorvidt det medfører en begrænsning i anvendeligheden af reglerne om lovlig selvfinansiering. Ferran anfører således, at selskabstransaktioner af natur foretages under tidspres og er af følsom karakter, hvorfor det må forventes, at det centrale ledelsesorgan ikke kan nå at indhente generalforsamlingens tilladelse, særligt hvis der er tale om et børsnoteret selskab med en spredt ejerkreds.¹⁷⁰ Krüger Andersen modsiger så vidt ikke Ferran, men antager blot, at generalforsamlingens godkendelse næppe i sig selv vil volde

¹⁶² Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 298.

¹⁶³ Krüger Andersen & Engsig Sørensen: Forslaget til nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime?, n. 6.

¹⁶⁴ Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb & selvfinansierede aktiekøb, s. 49 f.

¹⁶⁵ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 298.

¹⁶⁶ Ibid., s. 298.

¹⁶⁷ Jf. bemærkningerne til § 207 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

¹⁶⁸ Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 419.

¹⁶⁹ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe af 4. november 2002, s. 85.

¹⁷⁰ Ferran: Simplification of European Company Law on Financial Assistance, s. 96.

vanskelighed i de selskaber, hvor ejerskabet er koncentreret.¹⁷¹ Sammenholdt med det i afsnittet ovenfor anførte af Kure, at lovlig selvfinansiering i selskaber med flere kapitalejere i bedste fald er meget uhensigtsmæssigt, i værste fald umuligt, kan det formentlig konkluderes, at generalforsamlingens forudgående godkendelse formentlig næppe vil udgøre en vanskelighed for transaktionens gennemførelse i selskaber, hvor ejerskabet er koncentreret, mens det kan vise sig meget sværere i selskaber med flere kapitalejere.

2.5 Forsvarligt inden for de frie reserver

Det følger af SL § 208, 1. pkt., at målselskabets samlede økonomiske bistand til tredjemand på intet tidspunkt må overstige, hvad der er forsvarligt under hensyntagen til selskabets økonomiske stilling. Såfremt målselskabet tillige er et moderselskab, jf. definitionerne i SL §§ 6 og 7, følger det af SL § 208, 2. pkt., at den samlede bistand ikke må overstige, hvad der er forsvarligt under hensyntagen til den samlede koncerns økonomiske stilling. SL § 208, 3. pkt., fastsætter et absolut loft for, hvor stort et beløb målselskabet kan anvende til lovlig selvfinansiering. Det følger således af bestemmelsen, at målselskabet kun må anvende *frie reserver*, som i henhold til SL § 180, stk. 2, kan anvendes til ordinært udbytte.

2.5.1 Frie reserver

Selskabets samlede bistand skal kunne rummes inden for de frie reserver.¹⁷² De frie reserver, der må benyttes til lovlig selvfinansiering, er ifølge SL § 180, stk. 2, beløb, som i selskabets seneste godkendte årsregnskab er opført som overført overskud, og reserver, som ikke er bundet i henhold til lov eller vedtægter, med fradrag af overført underskud. Et selskab kan således tidligst yde selvfinansiering, efter dets 1. årsrapport er revideret og godkendt.¹⁷³ Henset til, at der alene er tale om beløb omfattet af SL § 180, stk. 2, betyder det modsætningsvis, at optjent overskud i indeværende regnskabsår, der efter § 182, stk. 3, kan udloddes som ekstraordinært udbytte, ikke kan anvendes til lovlig selvfinansiering. Overskud optjent i indeværende regnskabsår kan dog udloddes ekstraordinært, når modtageren er blevet kapitalejer i målselskabet, hvormed hans akquisitionsgæld kan nedbringes ved hjælp af efterfinansiering.¹⁷⁴

Ifølge SL § 197, stk. 1, vedrørende et kapital-selskabs erhvervelse af egne kapitalandele, kan et kapital-selskab benytte frie reserver efter netop § 182, stk. 3, og dermed også overskud optjent i indeværende regnskabsår, til at erhverve egne kapitalandele. Der foreligger således diskrepans mellem afgrænsningen af de frie reserver, der foretages i forbindelse med bestemmelserne om kapital-selskabers erhvervelse af egne kapitalandele og bestemmelserne om lovlig selvfinansiering. Denne forskel har næppe været tilsigtet.¹⁷⁵ At uoverensstemmelsen ikke var tilsigtet bekræftes af, at der i den kommende ændringslov¹⁷⁶ af selskabsloven § 1, nr. 83, foretages den ændring i SL § 197, at til erhvervelse af egne kapitalandele kan et kapital-selskab kun anvende beløb, der kan anvendes til udlodning af udbytte, jf. SL § 180, stk. 2. I forarbejderne til § 1, stk. 83, fremgår det, at ændringen medfører, at der bliver sammenhæng med erhvervelse af egne kapitalandele og lovlig selvfinansiering,

¹⁷¹ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 292.

¹⁷² Jf. bemærkningerne til § 208 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

¹⁷³ Kjellegaard Jensen: Selskabsretlig Håndbog, s. 224.

¹⁷⁴ Se afsnittet: Lovlig selvfinansiering kontra lovlig efterfinansiering nedenfor.

¹⁷⁵ Schans Christensen: Kapital-selskaber, s. 417, n. 17.

¹⁷⁶ Lov nr. 616 af 12. juni 2013 om ændring af selskabsloven, lov om visse erhvervsdrivende virksomheder, årsregnskabsloven og lov om Det Centrale Virksomhedsregister.

hvorfor der vil være kongruens mellem bestemmelsernes afgrænsning af de frie reserver.

Ved opgørelsen af de frie reserver er det centrale ledelsesorgan ansvarlig for, at der fortsat er dækning til de reserver, der er bundne i henhold til lov eller vedtægt, jf. SL § 179, stk. 2, 2. pkt. Bundne reserver tilhører selskabet, og selskabet kan disponere over dem, men reserverne kan ikke udbetales som udbytte,¹⁷⁷ og netop derfor skal det centrale ledelsesorgan påse, at der er dækning herfor. Det indebærer først og fremmest, at der er dækning for selskabskapitalen, jf. SL § 4. I den forbindelse skal det dog nævnes, at indbetalt overkurs ved stiftelse eller efterfølgende kapitalforhøjelse er en fri reserve, som godt kan anvendes til lovlig selvfinansiering.¹⁷⁸

Andre bundne reserver, som det centrale ledelsesorgan skal sikre, der fortsat er dækning for, er fonden for amortiserede kapitalandele, reserve for egne kapitalandele, reserve for opskrivning efter indre værdis metode, reserve for ikke indbetalt selskabskapital, reserve for lån og sikkerhedsstillelse,¹⁷⁹ reserve i henhold til vedtægterne og alle øvrige opskrivningsreserver.¹⁸⁰ Udover de bundne reserver er det heller ikke 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 eller selvfinansiering.¹⁸¹

Udregningen af det disponible beløb, som de frie reserver udgør, skal således opgøres som differencen mellem på den ene side den bogførte egenkapital, således som den fremgår af den seneste årsrapport (hhv. mellembalancen), og på den anden side, den bundne egenkapital. Er den bogførte egenkapital således større end den bundne egenkapital, foreligger der en fri reserve, der kan benyttes til selvfinansiering. Det bemærkes, at efter selvfinansieringen er ydet, skal selskabets bogførte egenkapital mindst udgøre et beløb svarende til den bundne egenkapital.¹⁸² Ved at afskære selvfinansiering på grundlag af de ovennævnte bundne reserver opnås en vis sikkerhed for, at selskabet ikke disponerer over midler, som væsentligt vil forringe dets muligheder for (på kort sigt) at betale sine kreditorer. På den anden side kan det vel principielt diskuteres, om en årsrapport eller en mellembalance, der i sagens natur giver et historisk billede af selskabet og dets virksomhed, er egnet som grundlag for at kunne yde lovlig selvfinansiering.¹⁸³

Det skal i øvrigt bemærkes, at likviditet ikke er en betingelse for udbetaling af udbytte, og eftersom SL § 208 henviser direkte til § 180, stk. 2, må forholdet også antages at gælde i relation til lovlig selvfinansiering, jf. SL § 208, 3. pkt.¹⁸⁴ Hvis de øvrige betingelser for lovlig selvfinansiering er opfyldt, er der derfor intet til hinder for, at et selskab som har frie reserver, men ingen likviditet, eksempelvis optager et lån i selskabets hidtil ubelånte ejendomme og benytter lånet til at yde lovlig selvfinansiering.¹⁸⁵ Dette kunne f.eks. være interessant for selskabet, såfremt renten, sel-

¹⁷⁷ Friis Hansen & Krenchel: Dansk selskabsret 2, s. 271.

¹⁷⁸ Whitt & Bunch: Den nye selskabslovs regler – om udbetaling af midler fra aktieselskaber og anpartsselskaber, s. 38.

¹⁷⁹ Se afsnittet: Regnskabsmæssige konsekvenser nedenfor.

¹⁸⁰ Karnovnote 707 til lov nr. 322 af 11. april 2011 (selskabsloven) samt Friis Hansen & Krenchel: Dansk Selskabsret 2, s. 276.

¹⁸¹ Schaumburg-Müller & Werlauff: Kommentarer, s. 759.

¹⁸² Friis Hansen & Krenchel: Dansk selskabsret 2, s. 258.

¹⁸³ Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 619.

¹⁸⁴ Svensson & Krarup: Nye regler om selvfinansiering, s. 102.

¹⁸⁵ Karnovnote 707 til lov nr. 322 af 11. april 2011 (selskabsloven) samt Whitt & Bunch: Den nye selskabslovs regler, s. 43.

skabet skal betale for lånet, er lavere, end den rente modtageren af selvfinansieringen skal betale til selskabet.

Begrundelsen for, at det alene er selskabets frie reserver, der kan anvendes til lovlig selvfinansiering er ifølge Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen¹⁸⁶ givetvis, at såfremt tredjemand misligholder lånet, og dette helt eller delvis har været sikret ved gennem pantsætning til selskabet af dets egne kapitalandele, vil kapitalandelene tilfalde selskabet og dermed indgå i selskabets beholdning af egne kapitalandele. Forfatterne stiller dog selv spørgsmålstegn ved relevansen af dette vilkår, når det sammenholdes med vilkåret vedrørende tilstrækkelig undersøgelse af tredjemands kreditværdighed. Har denne undersøgelse været tilbunds gående, må det formodes, at det vil være yderst sjældent, at tredjemand ikke kan honorere sine forpligtelser. Derfor vil selskabet næppe komme i en situation, hvor det er nødsaget til at tilbagetage egne kapitalandele. Afslutningsvis anfører Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen, at der hertil kommer, at den sikkerhed, der eventuelt ydes selskabet i forbindelse med selvfinansieringen, ikke nødvendigvis behøver at bestå i kapitalandele i målselskabet; hvis der ydes sikkerhed, kan den bestå i andre aktiver eller i en kombination.

Det kan ikke afvises, at dette er hensynet eller et af hensynene bag, at alene selskabets frie reserver kan anvendes til selvfinansiering. En anden begrundelse kunne dog være den, som kommer til udtryk i bemærkningerne til det fremsatte lovforslags § 206: Lempelsen af selvfinansieringsforbuddet antages ikke at ville medføre en øget risiko for kreditorerne, idet de frie reserver efter den gældende retstilstand i øvrigt ville kunne udloddes som udbytte.¹⁸⁷ Schans Christensen anfører i forlængelse heraf, at kreditorerne må påregne, at selskabets frie reserver ligger "løst i selskabets lomme".¹⁸⁸ Friis Hansen & Krenchel går skridtet videre og argumenterer for, at såfremt målselskabet faktisk udloddede de pågældende reserver som udbytte, ville dette indebære, at selskabets egenkapital blev reduceret med det udloddede beløb. Såfremt målselskabet i stedet yder et lån til tredjemand med henblik på erhvervelse af målselskabets kapitalandele, har selskabet en fordring mod tredjemand, hvorfor selskabets egenkapital ikke reduceres. På den baggrund konkluderer Friis Hansen & Krenchel, at et målselskabs beslutning om at anvende frie reserver til at yde lovlig selvfinansiering, efter omstændighederne vil stille målselskabets kreditorer bedre, end hvis selskabet havde udloddet reserverne som udbytte.¹⁸⁹ Med andre ord forlader midlerne ved udlodning definitivt målselskabet, hvorimod midlerne ved selvfinansiering fortsat tilhører selskabet i form af et tilgodehavende og dermed et aktiv for selskabet.¹⁹⁰ Dette kan være et vægtigt argument fra målselskabets side i forhold til at yde lovlig efterfinansiering.¹⁹¹

2.5.2 Forsvarlighedskriteriet

Målselskabets frie reserver er yderligere undergivet en begrænsning, som også har til formål at beskytte kreditorerne, idet selvfinansieringen ifølge SL § 208, 1.-2. pkt., på intet tidspunkt må overstige, hvad der er forsvarligt under hensyntagen til

¹⁸⁶ Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb & selvfinansierede aktiekøb, s. 52.

¹⁸⁷ Jf. bemærkningerne til § 207 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

¹⁸⁸ Schans Christensen: Forslag til ny lov om aktieselskaber og anpartsselskaber (kapitalselskaber), s. 29.

¹⁸⁹ Friis Hansen & Krenchel: Dansk selskabsret 2, s. 315.

¹⁹⁰ Werlauff i Neville & Engsig Sørensen (red.): Den nye selskabslov, s. 295 f.

¹⁹¹ Se afsnittet: Lovlig selvfinansiering kontra lovlig efterfinansiering nedenfor.

selskabets økonomiske stilling. Er målselskabet et moderselskab, jf. SL §§ 6-7, skal forsvarligheden vurderes under hensyntagen til hele koncernens stilling. Heraf kan det modsætningsvis udledes, at er målselskabet ikke et moderselskab, skal forsvarligheden kun bedømmes ud fra det selvfinansierende målselskabs egen økonomiske stilling.¹⁹²

På trods af at der aldrig tidligere har været bestemmelser om lovlig selvfinansiering i dansk selskabsret, er det ikke nogen materiel nyskabelse, at beslutningen skal være forsvarlig.¹⁹³ Forsvarlighedskriteriet er således et udslag af den almindelige pligt for ledelsen til at handle forsvarligt og til at sikre et forsvarligt kapitalberedskab, jf. SL § 115, nr. 5 (om bestyrelsen), § 116, nr. 5 (om tilsynsrådet) og § 118, stk. 2 (om direktionen), og kommer ligeledes til udtryk i SL § 179, stk. 2, 1. pkt., vedrørende kapitalafgang.¹⁹⁴ Kriteriet om forsvarlighed i SL § 208 adskiller sig dermed ikke fra den pligt, som ledelsen ellers har, når selskabet i øvrigt yder lån, kautionerer, stiller sikkerhed eller udlodder udbytte m.v.

Forsvarlighedskriteriet indebærer, at det næppe vil være forsvarligt at anvende alle selskabets frie reserver til lovlig selvfinansiering.¹⁹⁵ Det faktum, at det fremgår af årsrapporten, at der er frie reserver, der kan anvendes til udbetaling af udbytte, jf. SL § 180, stk. 2, kan ej heller tages til udtryk for, at det vil være forsvarligt at yde selvfinansiering.¹⁹⁶ På den baggrund må det centrale ledelsesorgan i hvert enkelt tilfælde vurdere, hvor stort et beløb målselskabet kan yde selvfinansiering for.¹⁹⁷

2.5.3 Tidspunktet for forsvarlighedsvurderingen

Man kunne foranlediges til at tro, at det centrale ledelsesorgan skal foretage forsvarlighedsvurderingen løbende, idet det fremgår af SL § 208, 1. pkt., at den lovlige selvfinansiering *på intet tidspunkt* må overstige, hvad der er forsvarligt. Det er imidlertid almindeligt antaget, at forsvarlighedsvurderingen skal foretages på det tidspunkt, hvor selvfinansieringen ydes.¹⁹⁸ Et efterfølgende fald i de frie reserver medfører derfor ikke, at det pågældende mellemværende af den grund skal afvikles, hvilket ligger på linje med, hvad der gælder for udbyttebetaling. Et fald kan dog medføre, at der påhviler det centrale ledelsesorgan en handlepligt til at sikre, at målselskabet har det fornødne kapitalberedskab, jf. SL § 119 om kapitaltab.¹⁹⁹ Ændrer forudsætningerne sig væsentlig fra godkendelsestidspunktet til ydelsestidspunktet, må det centrale ledelsesorgan endvidere være forpligtet til at hindre gennemførelsen af den lovlige selvfinansiering.²⁰⁰

2.5.4 Regnskabsmæssige konsekvenser

Såfremt målselskabet yder lovlig selvfinansiering har det nogle specifikke regnskabsmæssige konsekvenser. Et beløb svarende til lånet eller den stillede sikkerhed

¹⁹² Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 299.

¹⁹³ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 293.

¹⁹⁴ Jf. bemærkningerne til § 208 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009 og Bunch & Schans Christensen: Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, s. 6 f.

¹⁹⁵ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 300.

¹⁹⁶ Whitt & Bunch: Den nye selskabslovs regler, s. 43.

¹⁹⁷ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 300.

¹⁹⁸ Buch & Rosenberg: Kommentarer, s. 598, Schans Christensen: Kommentarer, s. 564 og Schaumburg-Müller & Werlauff: Kommentarer, s. 830.

¹⁹⁹ Jf. bemærkningerne til § 210 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009 samt Bunch & Rosenberg: Kommentarer, s. 598.

²⁰⁰ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 300.

skal omklassificeres på balancen fra *Overført overskud* eller anden post under egenkapitalen til en post betegnet *Reserve for lån og sikkerhedsstillelse*. Denne reserve er regnskabsmæssigt urørlig, idet den ikke kan formindskes på nogen måde, ej heller med fremtidigt underskud, jf. årsregnskabslovens (RL) § 35 a, stk. 1. Bestemmelsen sikrer dermed, at den frie reserve, der dannede grundlag for selvfinansieringen, ikke kan bruges to gange, hverken til udbytte, underskudseliminering eller på anden måde,²⁰¹ f.eks. overførsel til selskabskapitalen, da det vil være at side-stille med indskud af en fordring på en kapitalejer, hvilket ikke er tilladt efter selskabsloven.²⁰² Reserven er dermed med andre ord *meget bundet*²⁰³ og skal kun reduceres i takt med, at lånet, sikkerhedsstillelsen eller anden økonomisk bistand nedbringes eller bringes til ophør, jf. RL § 35 a, stk. 1, 3. pkt. Reserven kan også reduceres ved, at eventuelt udbytte modregnes i et tidligere ydet lån. Det forudsætter dog, at kapitalejeren uigenkaldeligt har tilkendegivet at ville acceptere modregning mellem udbyttet og lånet. Formålet med at tillade denne form for modregning er at undgå, at kapitalejeren først skal optage et banklån for at indfri sit lån til selskabet, hvorefter han kan få udbetalt et tilsvarende beløb i udbytte, som derefter anvendes til at indfri lånet i banken. Der skal dog tages hensyn til den udbytteskat, som selskabet skal tilbageholde, hvorfor det kun er kapitalejerens nettofordring på selskabet, som kan modregnes i reserven.²⁰⁴

2.6 Sædvanlige markedsvilkår

Det sidste krav for at et målselskab kan yde lovlig selvfinansiering er efter SL § 209, at transaktionen sker på sædvanlige markedsvilkår. Vilkåret gælder, såvel når selvfinansieringen angår allerede udstedte kapitalandele, der overdrages, som når der tegnes nye kapitalandele som led i en kapitalforhøjelse,²⁰⁵ og uanset om selvfinansieringen tilgår en fysisk eller juridisk person.²⁰⁶

Formålet med, at transaktionen sker på sædvanlige markedsvilkår, 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.²⁰⁷ Udtrykket *sædvanlige markedsvilkår* kunne desuden foranledige til at tro, at modtageren af den økonomiske bistand ikke ville kunne erhverve kapitalandele til favørkurs. Vilkåret udelukker efter omstændighederne imidlertid ikke i sig selv en favørkurs, men suppleres af ligeretsgrundsætningen i SL § 45, 1. pkt., og general-klausulen i SL § 108,²⁰⁸ hvorfor en eventuel favørkurs vil risikere at blive blokeret af de øvrige kapitalejere.²⁰⁹ Det er det centrale ledelsesorgans ansvar, at den konkrete ydede bistand opfylder betingelserne og sker på vilkår, der ud fra selskabets interesse må anses for sædvanlige i lyset af konkrete omstændigheder.²¹⁰

Det centrale ledelsesorgan må derfor foretage et temmeligt bredt skøn ved vurderingen af, om selvfinansieringen ydes på sædvanlige vilkår.²¹¹ Et fejlskøn kan dog få vidtrækkende konsekvenser for det centrale ledelsesorgan. Overholder transakti-

²⁰¹ Schaumburg-Müller & Werlauff: Kommentarer, s. 825.

²⁰² Bunch & Rosenberg: Kommentarer, s. 597.

²⁰³ Steffensen m.fl.: Årsrapporten, s. 364.

²⁰⁴ Jf. bemærkningerne til § 1, nr. 9, i det fremsatte lovforslag nr. L 171 af 25. marts 2009.

²⁰⁵ Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 418.

²⁰⁶ Steffensen m.fl.: Årsrapporten, s. 362.

²⁰⁷ Jf. bemærkningerne til § 209 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

²⁰⁸ Schans Christensen: Kommentarer, s. 565.

²⁰⁹ Se afsnittet: Prisen for kapitalandelene ovenfor.

²¹⁰ Jf. bemærkningerne til § 209 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

²¹¹ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 299.

onen således ikke betingelserne, risikerer organet, hvis der er tale om et forsætligt eller uagtsomt forhold, at pådrage sig erstatningsansvar, jf. kapitel 22, og i særligt grove tilfælde kan der endvidere blive tale om at gøre strafansvar gældende, jf. kapitel 23.²¹²

2.6.1 Uddybning af begrebet ”sædvanlige markedsvilkår”

Det kan ikke af ordlyden i SL § 209 læses, hvad sædvanlige markedsvilkår indeholder. Det fastslås i forarbejderne, at der ved begrebet ikke blot forstås markedserenten, men også andre faktorer, herunder lånets løbetid. F.eks. vil en kapitalejer kunne fristes til at optage et afdragsfrit lån, hvor renterne tilskrives hovedstolen. Sådanne vilkår vil ifølge forarbejderne også skulle underlægges bedømmelsen for sædvanlige markedsvilkår. Endvidere giver forarbejderne et fingerpeg om, at det centrale ledelsesorgan ved vurderingen af, om vilkårene er sædvanlige efter markedet, må sikre, at den lovlige selvfinansiering er ydet på rimelige og forsvarlige vilkår, især hvad angår rente, sikkerhedsstillelse og kreditvurdering.²¹³ Herved får markedsvilkårvurderingen et vist sammenfald med kreditvurderingen efter SL § 206, stk. 3. Dette er næppe tilfældigt, eftersom Økonomi- og Erhvervsministeren under Erhvervsudvalgets behandling af selskabsloven blev bedt om at redegøre nærmere for det selskabsretlige indhold af begrebet sædvanlige markedsvilkår.²¹⁴ Ministeren svarede, at begrebet sædvanlige markedsvilkår skal forstås således, at selskabet skal yde lånet på samme betingelser med hensyn til forrentning, løbetid, afvikling og sikkerhedsstillelse, som en uafhængig kreditor ville tilbyde den pågældende låntager ud fra en vurdering af låntagerens kreditværdighed og risikoen ved det pågældende lån. Ministerens svar minder således i umiskendelig grad om bemærkningerne til det fremsatte lovforslag i § 206, stk. 3, hvori det fremgår, at midlerne kun bør stilles til rådighed, hvis det forventes, at en professionel långiver, eksempelvis en bank eller et realkreditinstitut, vil være villig til at stille midler til rådighed. §§ 206, stk. 3, og 209, bliver dermed indbyrdes afhængige og medfører, at det centrale ledelsesorgan nødvendigvis må foretage en reel risikovurdering i forbindelse med den økonomiske disposition.²¹⁵

Henset til bemærkningerne til det fremsatte lovforslag og ministerens svar, hersker der en vis uenighed om, hvor bogstaveligt det skal tages, at en uafhængig kreditor typisk i form af en professionel långiver vil være villig til at tilbyde modtageren finansiering.

Bunch & Rosenberg antager i overensstemmelse med ordlyden af bemærkninger og ministerens svar, at selvfinansieringen skal ydes på samme betingelser, som en uafhængig kreditor ville tilbyde.²¹⁶ Lerche-Gredal & Bang lægger sig på linje hermed og antager ligeledes, at der med sædvanlige markedsvilkår må forstås, at selvfinansieringen skal ydes på samme betingelser som en uafhængig kreditor vil tilbyde.²¹⁷

²¹² Jf. bemærkningerne til § 209 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

²¹³ Ibid.

²¹⁴ Besvarelse af spørgsmål 4 ad L 170 og L 171 stillet af Erhvervsudvalget den 20. april 2009, efter ønske fra Karsten Hønge (SF).

²¹⁵ Høgh Thomsen & Kruhl: *Selvfinansiering & fusion*, s. 58.

²¹⁶ Bunch & Rosenberg: *Kommentarer*, s. 594.

²¹⁷ Lerche-Gredal & Bang: *Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelser*, s. 26.

Modsat anfører Krüger Andersen, at vilkåret følgelig ikke bør læses således, at tilsvarende vilkår kan opnås i markedet. Som eksempel henviser Krüger Andersen til, at det let kan tænkes under den nuværende finanskrise, at bankfinansiering af en virksomhedsovertagelse ikke kan opnås, men at målselskabet selv er i stand til at medvirke til gennemførelsen. Her er der i sig selv intet odiøst.²¹⁸ Høgh Thomsen & Kruhl bakker Krüger Andersens opfattelse op og anfører, at der nok kunne tænkes situationer, hvor bemærkningen i betænkningen og ministerens svar ikke kan opfyldes, uden at det kan antages, at dette skulle være til hinder for ydelse af en i øvrigt forsvarlig økonomisk bistand. Høgh Thomsen & Kruhl uddyber dog, at den omstændighed, at en professionel långiver må antages at ville stille midler til rådighed på samme vilkår, giver en vis betryggelse for det centrale ledelsesorgan, der er ansvarlig for, at transaktionen ikke påfører selskabet et tab.²¹⁹

Kure anfører videre, at hvis målestokken er de vilkår, som modtageren kan opnå i et pengeinstitut, mister muligheden for lovlig selvfinansiering en del af sin *glans*, eftersom modtageren da lige så godt kan optage finansieringen i pengeinstituttet. Kure foreslår i stedet, at man kan sammenligne med de vilkår, som lovlig selvfinansiering sædvanligvis ydes på, eller de vilkår, som koncernselskaber sædvanligvis yder lån og kautioner og stiller sikkerhed for hinanden på. Han er dog opmærksom på, det problematiske i disse to sammenligningsgrundlag er, at sammenligningerne bliver delvis cirkulære og dermed i et eller andet omfang udvander betingelsen om sædvanlige markedsvilkår.²²⁰

Et andet væsentlig element i vurderingen af, om transaktionen sker på sædvanlige markedsvilkår, er den sikkerhedsstillelse, modtageren skal præstere for lånet. Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen påpeger, at der må være tale om en individuel vurdering, hvor sikkerhedsstillelsen hænger omvendt proportionalt sammen med modtagerens kreditværdighed. Det er herefter vigtigt, at der ikke er diskrepans mellem de to størrelser, dvs. at den ydede finansiering fra selskabet er tilstrækkeligt sikret, sammenholdt med selskabets risiko og markedets forhold i øvrigt.²²¹ Melander hæfter sig ved, hvorledes modtageren stiller sikkerhed på markedsvilkår.²²² En erhverver af kapitalandele ved en gældsfinansieret overtagelse vil således ofte stille de erhvervede kapitalandele til sikkerhed.²²³ Melander finder det dog betænkeligt, hvis modtageren pantsætter kapitalandelene til målselskabet, eftersom en eventuel misligholdelse fra modtagerens side kan reducere målselskabets egenkapital og dermed kapitalandelens værdi, hvilket yderligere bevirker, at også de pantsatte kapitalandales værdi reduceres.²²⁴ I forlængelse heraf antager Kure, at kravet umiddelbart må forudsætte, at målselskabet til gengæld for ydelsen af finansieringen skal have en modydelse, som nogenlunde svarer til værdien af den ydede finansiering. Det kan imidlertid vise sig særdeles vanskeligt at efterkomme et sådant krav ved kaution og sikkerhedsstillelse.²²⁵

²¹⁸ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 293.

²¹⁹ Høgh Thomsen & Kruhl: Selvfinansiering & fusion, s. 59.

²²⁰ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 299.

²²¹ Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb & selvfinansierede aktiekøb, s. 50.

²²² Melander: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2?, s. 181.

²²³ von Barnekow: Lovlig selvfinansiering, s. 67.

²²⁴ Melander: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2?, s. 181 og 183.

²²⁵ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 299.

2.6.2 Den skatteretlige fortolkning af ”sædvanlige markedsvilkår”

Under Erhvervsudvalgets behandling af selskabsloven blev Økonomi- og Erhvervsministeren tillige bedt om at redegøre for det skatteretlige indhold af sædvanlige markedsvilkår.²²⁶ Ministerens besvarelse henviste til den ovenfor refererede besvarelse af spørgsmål 4 samt en ny regel i ligningslovens (LL) § 16 E, der dog blev trukket tilbage.²²⁷ Henset til at Økonomi- og Erhvervsministeren anså sædvanlige markedsvilkår for at have tilknytning til såvel selskabs- som skatteretten, er det derfor nærliggende at se nærmere på den skatteretlige fortolkning af begrebet. At den skatteretlige fortolkning af sædvanlige markedsvilkår er interessant bestyrkes endvidere af, at til trods for at selskabsloven er underlagt Erhvervsstyrelsens ressortområde, hvorved det afgørende vil være styrelsens vurdering af, om der er tale om sædvanlige markedsvilkår eller ej, da har styrelsen tilkendegivet i en udtalelse, at det typisk vil være skattemyndighederne, der foretager vurderingen.²²⁸

Udgangspunktet for den skatteretlige teori er LL § 2, hvori det såkaldte *armslængdeprincip* kommer til udtryk ved, at de i bestemmelsen omfattede skattepligtige, dvs. interesseforbundne parter, ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst skal anvende priser og vilkår for handelsmæssige eller økonomiske transaktioner i overensstemmelse med, hvad der kunne være opnået, hvis transaktionen var afsluttet mellem uafhængige parter.²²⁹ Princippet omfatter alle forbindelser mellem parterne, herunder bl.a. låneforhold.²³⁰ En disposition, der ikke er foretaget i henhold til armslængdevilkåret, er udtryk for, at vilkåret er styret og dikteret af andre hensyn end almindelige kommercielle og markedsbestemte hensyn.²³¹

Såfremt vilkårene i en kontrolleret transaktion strider imod armslængdeprincippet, medfører dette, at vilkårene vil blive underlagt en *skattemæssig korrektion* i medfør af LL § 2.²³² Ved skattemæssig korrektion forstås, at man nægter at anerkende de værdier, hvortil parterne selv har handlet, og i stedet sættes en objektiv markedsmæssig værdi på den parts ydelse, som findes at have været for lav eller for høj i forhold til den virkelige værdi af den anden parts ydelse.²³³

Ved den skatteretlige korrektion af rentefrie og lavt forrentede lån mellem interesseforbundne parter foretages en såkaldt *rentefiksering*. Parterne stilles hermed samlet, som havde de handlet på armslængdevilkår.²³⁴ Det er åbenbart, at der er grænser for, hvor meget vejledning lovteksten i LL § 2 giver,²³⁵ hvorfor der ved ændringen af Ligningsvejledningen i 2001 indførtes det udgangspunkt, at rentefikseringen

²²⁶ Besvarelse af spørgsmål 10 ad L 170 og 171 stillet af Erhvervsudvalget den 20. april 2009, efter ønske fra Jesper Petersen (SF).

²²⁷ Forudsætningen for reglen var ikke længere til stede, da selskabsloven under Folketingets behandling blev ændret, således at kapitalejerlån fortsat er forbudt. Det bemærkes imidlertid, at det ved lov nr. 926 af 18. september 2012, blev indført en ny regel i LL § 16 E, der bestemmer, at kapitalejerlån behandles efter skattelovgivningens almindelige regler om hævningsregler uden tilbagebetalingspligt, såfremt parterne er interesseforbundne efter LL § 2. Lovlig selvfinansiering er dog ikke omfattet af LL § 16 E, jf. dennes stk. 1, 2. pkt.

²²⁸ Svensson & Krarup: Nye regler om selvfinansiering, s. 98.

²²⁹ Noes: Transfer Pricing (- en kompleks problemstilling), s. 72.

²³⁰ Den juridiske vejledning 2013-2 af 15. juli 2013, C.D.11.1.3 Hvad er omfattet af armslængdeprincippet i LL § 2.

²³¹ Pedersen m.fl.: Skatteretten 2, s. 448.

²³² Werlauff: Selskabsskatteret 2013/14, s. 396.

²³³ Ibid., s. 394.

²³⁴ Pedersen m.fl.: Skatteretten 1, s. 402 f.

²³⁵ Noes: Transfer Pricing (- en kompleks problemstilling), s. 72.

skal fastsættes individuelt under hensyntagen til forhold som lånets størrelse, dets løbetid, den stillede sikkerhed og låntagers kreditværdighed.²³⁶ Endvidere blev Skatteministeren bedt om at redegøre for, hvordan man fastsætter markedsrenten i forbindelse med transfer pricing-sager.²³⁷ Ministerens svarede, at renten skal fastsættes efter armslængdeprincippet, og baggrunden for fastsættelsen er lånets karakteristika, hvormed der henses til, om fordringen er sikret eller usikret, hvor stort lånebeløbet er, hvilken valuta lånet er foretaget i, om der pålægges en sanktion ved misligholdelse af fordringen, og hvilken betalingsprofil der er på fordringen (stående lån eller løbende afdrag).

Domstolene har i flere tilfælde truffet afgørelse i situationer, hvor der i låneforhold mellem interesseforbundne parter, enten ikke var fastsat nogen rente, eller at den rente, der var fastsat, var for lav. I det tilfælde, at der ikke kan foretages en individuel vurdering af rentefikseringen, kan skattemyndighederne undtagelsesvis anvende en sats, der svarer til diskontoen plus 4 %.²³⁸ Som eksempel herpå kan nævnes TfS 2009, 963 V, hvori et dansk selskab overførte penge til nogle interesseforbundne rumænske selskaber. Overførslerne blev dog af skattemyndighederne anset for at være usikre lån, som forretningsmæssigt ikke begrundede rentefrihed, hvilket landsretten gav myndighederne medhold i, på trods af at selskabet havde indhentet en udtalelse fra en bank om forholdet. Landsrettens begrundelse for at stadfæste skattemyndighedernes afgørelse var, at det renteniveau, som banken havde oplyst, forudsatte en kautionserklæring. Landsretten anså derfor ikke, at der var grundlag for at ændre myndighedernes skøn, hvorefter ”renten i overensstemmelse med udgangspunktet i praksis blev anset til diskontoen plus 4 %.”²³⁹

To andre eksempler er TfS 2009, 232 Ø og TfS 2011, 29 Ø, hvor landsretten i begge tilfælde godkendte skattemyndighedernes rentefiksering til diskontoen + 4 %. I den første dom indskærpede landsretten, at skattemyndighedernes behandling af sagen var behæftet med fejl, da der ikke var foretaget et individuelt skøn. Landsretten fandt dog ikke, at fejlen var så væsentlig, at det kunne begrunde hjemvisning af sagen, hvorfor rentefikseringen blev stadfæstet. I den anden dom havde hovedkapitalejeren udlånt penge rentefrit til et selskab i Sydafrika, som hovedkapitalejeren oplyste var insolvent og helt afhængig af lånene. Landsretten fandt dog, at der stadig var erhvervmæssig aktivitet i selskabet, hvorfor rentefriheden ikke var udtryk for markedsvilkår.

Dommen U 2007.3040 H, hvor rentefikseringen ligeledes blev fastsat til diskontoen plus 4 %, kan for en umiddelbar betragtning ligeledes tages til indtægt for, at skattemyndighederne kan rentefiksere til diskontoen plus 4 %. Rentefikseringen gjaldt dog for indkomstårene 1999, 2000 og 2001, og skattemyndighederne henviste kun til Ligningsvejledningen for 1999 og 2000, men ikke 2001, hvilket Højesteret ikke korrigerede. Forklaringen på, at skattemyndighederne ikke foretog en individuel vurdering kan derfor være, at myndighederne skal ligne ud fra ligningsvejledningen for det konkrete år.

²³⁶ Jf. Ligningsvejledningen 2001 for selskaber og aktionærer, S.F.2.2.4.1, Rente/aktionærlån samt Toftemark & Lindhold: Skattemæssig behandling af finansielle transaktioner, s. 1326 f.

²³⁷ Besvarelse af spørgsmål 356 stillet af Skatteudvalget den 30. maj 2006, almindelige del.

²³⁸ Toftemark & Lindhold: Skattemæssig behandling af finansielle transaktioner, s. 1327.

²³⁹ Se også Svensson & Krarups omtale af byretsdommen, BS 150-88/2008, i Nye regler om selvfinansiering, s. 98 f.

Det er imidlertid ikke enhver fravigelse af markedsrenten, der fører til rentefiksering, hvilket blev fastslået med U 2008.697 H, hvori en hovedanpartshaver indvilligede i at udskyde rentebetalingen på et lån, han havde ydet selskabet, da dette var i økonomiske vanskeligheder. Skattemyndighederne anså de ikke opgjorte renter for at være et skattepligtigt tilskud til selskabet efter LL § 2. Højesteret tilsidesatte imidlertid denne fiksering, da det også i forholdet mellem uafhængige parter regelmæssigt forekommer, at kreditor yder henstand med betaling af renter i tilsvarende situationer. Det betyder, at såfremt parterne kan dokumentere, at der foreligger en forretningsmæssig begrundelse for rentefrihed eller en lavere rente end markedsrenten, da skal der ikke foretages rentefiksering.

Når det skal fastslås, om der er tale om sædvanlige markedsvilkår, kan der skeles til den skatteretlige fortolkning af begrebet, hvor vilkårene fastsættes ud fra en vurdering af lånets relevante karakteristika såsom lånets størrelse, løbetid, sanktioner, valuta, den stillede sikkerhed, betalingsprofil samt låntagerens kreditværdighed. Det afgørende er i teorien, at der foretages en individuel vurdering af forholdet. Kun i de tilfælde, hvor der undtagelsesvis ikke kan foretages en individuel vurdering, kan en rentefiksering på diskontoen plus 4 % anvendes. Ovenstående gennemgang af praksis, hvor særligt TfS 2009, 963 V skal fremhæves, viser dog, at undtagelsen i virkeligheden nærmere er blevet hovedregelen. Når et selskab yder et lån i forbindelse med lovlig selvfinansiering, kan renten derfor formentlig som udgangspunkt fastsættes til diskontoen + 4 %. En lavere rente kan imidlertid også tillades, såfremt parterne kan dokumentere, at der foreligger en forretningsmæssig begrundelse herfor, jf. U 2008.697 H.

Det er dog ikke givet, hvordan det nærmere vurderes, om lovlig selvfinansiering er ydet på sædvanlige markedsvilkår. Det må formentlig konkluderes, som anført af Krüger Andersen, at såfremt undtagelsen om lovlig selvfinansiering skal have nogen form for selvstændig berettigelse som alternativ til øvrige finansieringsmuligheder, da har det næppe været det tilsigtede formål, at markedsvilkårene skal være identiske med, hvad en uafhængig kreditgiver vil tilbyde. At det må forholde sig sådan, bestyrkes endvidere af, at de øvrige betingelser, hvorunder minoritetskapital ejernes og selskabskreditorernes interesser behørigt er varetaget, fordrer, at et forslag om selvfinansiering ikke skal stå eller falde med, hvordan f.eks. konjunkturerne i samfundet er på det pågældende tidspunkt. Var det tilfældet vil det yderligere forudsætte, at det centrale ledelsesorgan besidder en væsentlig indsigt i den finansielle sektors udlånspolitik, hvilket immervæk vil gøre whitewash-proceduren endnu mere kompliceret.²⁴⁰

Det centrale ledelsesorgan bør dog, som påpeget af Werlauff, Guldbæk Larsen & Riskjær Larsen, påse, at den ydede finansiering er tilstrækkeligt sikret. Det må videre betyde, som antaget af Kure, at målselskabet skal modtage en modydelse, der nogenlunde svarer til værdien af den ydede finansiering, hvilket særligt ved kauti on og sikkerhedsstillelse kan vise sig svært at opfylde. Yderligere, som anført af Melander, er der også visse betænkeligheder ved at lade modtageren stille de erhvervede kapitalandele som sikkerhed for mellemværendet, da en eventuel misligholdelse fra modtagerens side kan reducere målselskabets egenkapital og dermed kapitalandelens værdi, hvilket yderligere bevirker, at også de pantsatte kapitalandeleles værdi reduceres.

²⁴⁰ Se afsnittet: Kreditvurdering af modtagerkredsen ovenfor.

På den baggrund må det afgørende være, om det centrale ledelsesorgan er i stand til at dokumentere, at vilkårene for selvfinansieringen har været overvejet, og at organet har kunnet konkludere, at vilkårene var sædvanlige på det tidspunkt, hvor der blev truffet beslutning om at yde selvfinansieringen.²⁴¹

3. Gennemførelse af lovlig selvfinansiering

Lovlig selvfinansiering kan ydes til tredjemand, såvel når denne erhverver allerede udstedte kapitalandele, som når tredjemand tegner kapitalandele som led i en kapitalforhøjelse.²⁴² Den selskabsretlige regulering af de to situationer er imidlertid forskellig, og særligt ved en rettet emission indeholder selskabsloven en række regler, der skal iagttages.

3.1 Selvfinansiering af allerede udstedte kapitalandele

Selskabsloven regulerer umiddelbart ikke, på hvilken måde kapitalandelene i et selskab erhverves, og det er således ikke foreskrevet, at tredjemands køb alene kan ske gennem fremsættelse af købstilbud til alle selskabets kapitalejere om erhvervelse af en forholdsmæssig del af deres kapitalandele i selskabet. Værdipapirhandelslovens (VPHL) § 31, stk. 1, bestemmer dog, at overdrages en aktiepost i et selskab, der har flere aktieklasser optaget til handel på et reguleret marked eller alternativ markedsplads, da skal erhververen give alle selskabets aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske betingelser, hvis overdragelsen medfører, at erhververen opnår bestemmende indflydelse over selskabet, jf. VPHL § 31, stk. 2 og 3. Det bemærkes, at tilbudspligten kun gælder, såfremt det er aktier, der er enten noteret eller optaget til handel. Notering eller optagelse til handel med andre værdipapirer er derfor ikke omfattet af bestemmelsen, da der angiveligt ikke er noget hensyn at tage til investorbekyttelsen i disse tilfælde.²⁴³

Hovedparten af de i alt 31.502 aktieselskaber og samtlige 75.781 anpartsselskaber, der var registreret i 2010,²⁴⁴ er således ikke omfattet af VPHL § 31, stk. 1, om tilbudspligt. Tilbyder tredjemand, der modtager lovlig selvfinansiering fra målselskabet, således et købstilbud, der ligger over markedsprisen, til kun nogle bestemte kapitalejere i et kapital-selskab, som ikke er omfattet af tilbudspligt, kan der derfor stilles spørgsmål ved, om ligeretsgrundsætningen i SL § 45, 1. pkt., finder anvendelse. Situationen ligner det tilfælde, hvor selskabet erhverver egne kapitalandele af visse kapitalejere til over markedsprisen, da det i begge tilfælde er selskabets frie reserver, der anvendes til opkøbet, og tilbuddet kommer ikke alle kapitalejere til gode. Ifølge ligeretsgrundsætningen må den sælgende kapitalejer, når et selskab erhverver egne kapitalandele til over markedspris, ikke opnå en økonomisk fordel på de øvrige kapitalejeres bekostning. Samtlige de øvrige kapitalejere skal derfor meddele deres samtykke til denne begunstigelse eller have mulighed for at afhænde en forholdsmæssig del af deres kapitalandele på samme vilkår.²⁴⁵

Tilsvarende kunne anføres vedrørende lovlig selvfinansiering, da tredjemand med hjælp fra selskabets frie reserver erhverver kapitalandele over markedsprisen, hvorved kun nogle af kapitalejerne får mulighed for at sælge til den højere pris. Det

²⁴¹ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 299.

²⁴² Se afsnittet: Sædvanlige markedsvilkår ovenfor.

²⁴³ Lau Hansen: Kommentarer, s. 292.

²⁴⁴ Jf. Statistisk Årbog 2013, tabel 341.

²⁴⁵ Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 429 f.

må dog formentlig antages, at ligeretsgrundsætningen ikke finder anvendelse i denne situation, da det må stå tredjemand frit for, hvilke kapitalandele han ønsker at erhverve. Hele meningen med lovlig selvfinansiering er således netop, at det er tredjemands midler, og ikke selskabets, der i sidste ende benyttes til finansieringen. Selvfinansieringsreglerne indeholder endvidere den sikkerhedsmekanisme, at transaktionen skal vedtages på generalforsamlingen, hvor de forbigåede kapitalejere har mulighed for at blokere forslaget, hvis kapitalejerne udgør mere end en 1/3 af de afgivne stemmer eller mere end en 1/3 af den på generalforsamlingen repræsenterede del af selskabskapitalen. Det vil derfor formentlig også være i tredjemands interesse at fremsætte sit tilbud til samtlige kapitalejere om erhvervelse af en forholdsmæssig del, såfremt tredjemand ikke ønsker at skabe splid i kapitalejerkredsen allerede inden, han er trådt ind i den.²⁴⁶

3.2 Selvfinansiering ved rettet emission

En kapitalejer har en berettiget interesse i at kunne bevare sin forholdsmæssige andel af selskabskapitalen og dermed af de stemmer, der kan udøves på selskabets kapitalandele.²⁴⁷ Udgangspunktet i selskabsloven er derfor, at samtlige kapitalejere har ret til at deltage forholdsmæssigt i kontante kapitalforhøjelser, jf. SL § 161, stk. 1.²⁴⁸ Ønsker selskabet at tiltrække kapital på anden måde end ved en proportionel udvidelse tegnet af nuværende kapitalejere, kan det ske ved en *rettet emission*,²⁴⁹ hvorved forstås, at de eksisterende kapitalejeres fortegningsret i en kapitalforhøjelse fraviges til fordel for en bestemt kapitalejer eller tredjemand.²⁵⁰ Det er generalforsamlingen, der konkret træffer beslutning om en fravigelse af fortegningsret kan ske. Kapitalejernes fortegningsret er således ikke en umistelig individualret, der kræver samtykke for fravigelse.²⁵¹

Fastlæggelsen af det fornødne majoritetskrav til generalforsamlingens vedtagelse afhænger af to faktorer; sker emissionen til markeds- eller favørkurs, og rettes emissionen mod en eksisterende kapitalejer eller tredjemand.²⁵² Det skal i den forbindelse bemærkes, at det er det centrale ledelsesorgans ansvar at vurdere, om der er tale om en markeds- eller favørkurs.²⁵³ Erhvervsstyrelsen kan således ikke vurdere, hvad der i et konkret selskab vil være markedskurs, idet det forudsætter et indgående kendskab til selskabets forhold, hvilket styrelsen ikke har. Erhvervsstyrelsen har dog som vejledning i en konkret sag udtalt, at det centrale ledelsesorgan ved vurderingen af kursen bør lægge vægt på udbuddets størrelse, den branche selskabet er i, hvordan kapitalen forhøjes og i hvilket land udbuddet sker. Herudover må der lægges vægt på perioden for kursberegningen, en fastsat minimumskurs, som udbuddet ikke må komme under, og om tegningen sker i tidsmæssig nær sammenhæng med tegningsperioden.²⁵⁴

Ved fravigelse af fortegningsretten til markedskurs gælder det almindelige majoritetskrav som til vedtægtsændringer, dvs. dobbelt 2/3 flertal, jf. SL § 106, hvad en-

²⁴⁶ Se også betragtninger om selvfinansiering med flere kapitalejere i afsnittet: Tidspunktet for generalforsamlingens godkendelse ovenfor.

²⁴⁷ Friis Hansen & Krenchel: Dansk selskabsret 2, s. 230.

²⁴⁸ Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 358.

²⁴⁹ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 237.

²⁵⁰ Friis Hansen & Krenchel: Dansk selskabsret 2, s. 232.

²⁵¹ Jf. bemærkningerne til § 162 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

²⁵² Bunch & Rosenberg: Kommentarer, s. 449.

²⁵³ Jf. bemærkningerne til § 162 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

²⁵⁴ Bunch & Rosenberg: Kommentarer, s. 450.

ten fravigelse sker til fordel for en eksisterende kapitalejer eller tredjemand, jf. SL § 162, stk. 2. Begrundelsen herfor er, at der ikke er nogen, der i denne situation nyder særlige fordele.²⁵⁵ Selv om det ikke udtrykkeligt siges i § 162, følger det dog af almindelige minoritetsregler, at en emission altid skal ske til fordel for selskabet.²⁵⁶ En rettet emission der således forfordeler nogle kapitalejere og strider mod andre kapitalejeres interesser f.eks. ved at bringe en minoritet ned under en interessant procentgrænse eksempelvis 10 % for at muliggøre tvangsindløsninger efter SL § 70, eller under 33 % for at fjerne en hindring for vedtægtsændringer efter SL § 106,²⁵⁷ kan af den overstemte minoritet blive tilsidesat som ugyldig, jf. generalklausulen i SL § 108, da der ikke kan påvises nogen saglige grunde for emissionen.²⁵⁸ Bortset fra sådanne misbrugstilfælde har generalforsamlingen en betydelig frihed til at vurdere, hvad der er fordelagtigt eller ligefrem nødvendigt for selskabet.²⁵⁹ Til belysning kan U 1991.180 H nævnes, hvori Højesteret fastslog, at en betydelig kapitalforhøjelse i en bank, hvoraf en del var uden fortegningsret for de hidtidige kapitalejere, som en defensiv foranstaltning mod et fjendtlig opkøb ikke var i strid med generalklausulen, selvom sigtet med forhøjelsen tydeligvis var at udvande visse kapitalejeres kapitalandele. Højesteret accepterede således bankens ønske om at bevare lokal tilknytning og spredning af kapitalen som saglige hensyn.

Er der tale om en favørkurs, må der sondres mellem, om fravigelse sker til fordel for tredjemand eller til en eksisterende kapitalejer. Såfremt en kapitalejer på bekostning af andre kapitalejere gives mulighed for at tegne kapitalandele til favørkurs, opnår denne kapitalejer en særlig økonomisk fordel gennem den gunstige kurs. De andre kapitalejere, hvis fortegningsret afskæres, mister således værdier som følge af kapitalforhøjelsen. Dette er i strid med ligeretsgrundsætningen i SL § 45, 1. pkt., hvorfor der skal indhentes samtykke fra samtlige af de forbigåede kapitalejere, som ikke opnår de nævnte fordele, og som derfor får deres stilling forringet.²⁶⁰

Er det i stedet tredjemand, der har mulighed for at tegne til favørkurs, kræver beslutningen alene dobbelt 9/10 flertal, jf. SL § 107, stk. 2, nr. 1. Betragtningen er, at såfremt et så massivt flertal som 9/10 tiltræder, at tredjemand gives ret til at tegne kapitalandele i selskabet til favørkurs, er der formodning for, at dette er i selskabets interesse, hvorfor en enkelt kapitalejer som udgangspunkt ikke skal kunne modsætte sig dispositionen.²⁶¹ I stedet kan kapitalejeren, der har modsat sig beslutningen, kræve sine kapitalandele i selskabet indløst, jf. SL § 110, stk. 1.

4. Tidspunktet for lovlig selvfinansiering

4.1 Whitewash-procedurens iagttagelse

Et centralt spørgsmål i selvfinansieringsproblematikken er, på hvilket tidspunkt whitewash-proceduren skal iagttages. Svensson & Krarup antager, at iagttagelse af betingelserne som udgangspunkt skal ske forud for en given disposition, jf. SL §

²⁵⁵ Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 360.

²⁵⁶ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 237.

²⁵⁷ Gomard & Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber, s. 205.

²⁵⁸ Werlauff: Selskabsret, s. 268.

²⁵⁹ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 237.

²⁶⁰ Schans Christensen: Kommentarer, s. 471.

²⁶¹ Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 362.

206, stk. 2.²⁶² Denne antagelse bestyrkes af, at det direkte i SL § 207, stk. 1, fremgår, at generalforsamlingens godkendelse skal foreligge, før lovlig selvfinansiering kan finde sted. Imidlertid mener Svensson & Krarup, at dette udgangspunkt modificeres, således at det er acceptabelt, såfremt betingelserne bliver opfyldt, umiddelbart efter at dispositionen har fundet sted, og det er i den forbindelse afgørende, at de betingelser, der knytter sig til en lovlig selvfinansieringsdisposition, rent tidsmæssigt opfyldes i nær tilknytning til dispositionen. Svensson & Krarup begrundet denne modifikation med, at eksempelvis betingelsen om markedsmæssige vilkår må ses som udtryk for, at man har ønsket at skabe en dynamisk bestemmelse, der afspejler den specifikke situation i det konkrete marked. Det betyder, at der i praksis vil kunne forekomme situationer, hvor en hurtig handling er påkrævet, og hvor iagttagelse af whitewash-procedurens bestemmelser derfor må ske efterfølgende.

Svensson & Krarups antagelse af, hvornår whitewash-proceduren skal iagttages, må anses for at være meget pragmatisk, når der henses til, at generalforsamlingens forudgående tilladelse til transaktionen ikke altid er mulig, særligt i børsnoterede selskaber med spredte ejerkredse, som anført af Ferran ovenfor.²⁶³ I SL § 207, stk. 1, fremgår det dog meget tydeligt, at generalforsamlingens godkendelse skal foreligge, før der kan ydes lovlig selvfinansiering. Kure anfører derfor, at der ikke synes at være hjemmel til, at generalforsamlingen efterfølgende ratihaberer beslutningen. Det må således fastholdes, at målselskabet ikke kan yde lovlig selvfinansiering, før generalforsamlingen har givet sin tilladelse til dette.²⁶⁴ Det skal dog bemærkes, at målselskabet ikke skal afvente offentliggørelse af generalforsamlingens godkendelse, jf. SL § 207, stk. 3, for at selskabet kan yde selvfinansiering.²⁶⁵

4.2 Efterfølgende selvfinansiering

Hvorvidt lovlig selvfinansiering alene kan ydes, inden tredjemand erhverver kapitalandele i målselskabet, eller om lovlig selvfinansiering tillige kan ydes efterfølgende, når tredjemand har erhvervet kapitalandele i målselskabet, tager SL, forarbejderne og ændringsdirektivet ikke stilling til. Der er dog næppe nogen tvivl om, at det for tredjemand vil være betydeligt lettere at gennemføre selvfinansiering efter overdragelsestidspunktet, hvor tredjemand ofte vil have udskiftet ledelsesmedlemmerne med egne repræsentanter, som formentlig vil være mere tilbøjelige til at se positivt på selskabets ydelse af selvfinansiering end den tidligere ledelse.²⁶⁶ Kure antager på baggrund af lovens, forarbejdernes og ændringsdirektivets tavshed, at der ikke synes at være noget til hinder for, at et målselskab yder lovlig selvfinansiering efter overdragelsen af kapitalandele er sket. Kure understøtter sin antagelse på, at selvfinansieringsforbuddet også gælder efter tredjemands erhvervelse af kapitalandele, medmindre der er tale om lovlig selvfinansiering eller lovlig efterfinansiering. Derfor konkluderer Kure, at lovlig selvfinansiering har samme tidsmæssige anvendelsesområde som selve forbuddet, og lovlig selvfinansiering må således kunne ydes, så længe finansieringen ellers vil være i strid med det generelle forbud, uanset om dette var forudsat på overdragelsestidspunktet eller ej.²⁶⁷

²⁶² Svensson & Krarup: Nye regler om selvfinansiering, s. 103.

²⁶³ Se afsnittet: Tidspunktet for generalforsamlingens beslutning ovenfor.

²⁶⁴ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 300.

²⁶⁵ Bunch & Rosenberg: Kommentarer, s. 595.

²⁶⁶ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 300.

²⁶⁷ Ibid., s. 300.

Mere forbeholden for at tolke denne tavshed så vidt er Bunch & Rosenberg og Lund-Andersen. Lund-Andersen sonderer således mellem lovlig selvfinansiering, som var en del af finansieringsplanen, og lovlig selvfinansiering, som ikke var en del af finansieringsplanen.²⁶⁸ Såvel Bunch & Rosenberg som Lund-Andersen er enige med Kure i, at der kan ydes lovlig selvfinansiering, efter at tredjemand har erhvervet kapitalandelene i målselskabet, såfremt det har været en del af finansieringsplanen. Bunch & Rosenberg anfører således, at der er tale om selvfinansiering, hvis det i forbindelse med en erhvervelse af en post kapitalandele er forudsat, at selskabet umiddelbart efter erhvervelsen skal yde den pågældende tredjemand et lån, der skal anvendes til at afdrage på akquisitionsgælden.²⁶⁹ Lund-Andersen henviser til, at det i forarbejderne til § 206 anføres, at princippet i SL § 184 skal finde tilsvarende anvendelse, hvis en tilbudsgiver umiddelbart efter overtagelsen af et aktieselskab, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, ønsker at yde økonomisk bistand efter § 206, stk. 2,²⁷⁰ hvilket må forudsætte, at den økonomiske bistand kan ydes efter overtagelsen.²⁷¹

I modsætning til Kure finder Bunch & Rosenberg og Lund-Andersen imidlertid ikke, at der efterfølgende kan ydes lovlig selvfinansiering, hvis dette ikke har været en del af finansieringsplanen, da *forbindelseskravet* mellem erhvervelsen og den lovlige selvfinansiering ikke er opfyldt. Bunch & Rosenberg anfører således, at der ikke er nogen tvivl om, at hvis tredjemand efter erhvervelsen af en post kapitalandele i et selskab finder ud af, at han ønsker, at selskabet skal yde et lån med henblik på at afdrage på akquisitionsgælden, som den pågældende har optaget til brug for erhvervelsen, da vil der ikke være tale om lovlig selvfinansiering, da det ikke *i forbindelse med* erhvervelsen har været forudsat, at selskabet skal deltage økonomisk i erhvervelsen.²⁷² Lund-Andersen supplerer med, at det i ændringsdirektivets art. 23, stk. 1, fremgår, at lovlig selvfinansiering kan finde sted *med henblik på* tredje-mands erhvervelse af målselskabets kapitalandele, hvilket må forstås, at lovlig selvfinansiering skal være planlagt før eller senest samtidig med erhvervelsen. Ydermere til støtte for sin påstand henviser Lund-Andersen til ordlyden af SL § 207, stk. 1, hvoraf det fremgår, at det centrale ledelsesorgans redegørelse skal indeholde oplysninger om bl.a. den pris, som tredjemand *skal betale* for kapitalandelene. Dette indikerer, at lovlig selvfinansiering skal have en sådan sammenhæng med erhvervelsen, at den er en del af finansieringsplanen, ellers forudsættes det, at man kan læse *skal betale* som *skal betale eller har betalt*, hvilket må være usikkert, om der er hjemmel til.²⁷³

Det ville dog være forventeligt og logisk, hvis dispositioner, der er omfattet af selvfinansieringsforbuddet, også er omfattet af reglerne om lovlig selvfinansiering, som Kure netop antager. Spørgsmålet er derfor, om SL § 210, stk. 2, kan antages at indeholde hjemmel til en sådan efterfølgende selvfinansiering, som ikke har været en del af finansieringsplanen. For en umiddelbar betragtning kunne man lade sig forlede til at tro, at SL § 210, stk. 2, giver hjemmel til, at tredjemand kan modtage lovlig selvfinansiering efter erhvervelsen, selvom dette ikke var en del af finansieringsplanen. Det fremgår således af bestemmelsen, at bl.a. kapitalejere kan modtage lovlig selvfinansiering, hvis selvfinansieringsreglerne opfyldes. Formålet med

²⁶⁸ Lund-Andersen: Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering, s. 119 ff.

²⁶⁹ Bunch & Rosenberg: Kommentarer, s. 609.

²⁷⁰ Jf. bemærkningerne til § 206 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

²⁷¹ Lund-Andersen: Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering, s. 122 f.

²⁷² Bunch & Rosenberg: Kommentarer, s. 609.

²⁷³ Lund-Andersen: Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering, s. 123.

bestemmelsen er imidlertid at sidestille kapitalejere og ikke-kapitalejere i en selvfinansieringssituation,²⁷⁴ således at en eksisterende kapitalejer også kan modtage lovlig selvfinansiering. Bestemmelsen eller dens forarbejder har ikke fokuseret på, om efterfølgende selvfinansiering, der ikke har været en del af finansieringsplanen for erhvervelsen af kapitalandelene, kan ydes efter reglerne om lovlig selvfinansiering. På den baggrund må det konkluderes, at på trods af SL § 210, stk. 2, er det ikke lovligt at yde efterfølgende selvfinansiering, hvis denne selvfinansiering ikke har været en del af finansieringsplanen for erhvervelsen, også selvom betingelserne i SL § 206, stk. 3, og §§ 207-209 overholdes.²⁷⁵ Det medfører en lidt besynderlig og ikke helt logisk asymmetri mellem selvfinansieringsforbuddet, som gælder både før og efter erhvervelsen,²⁷⁶ og lovlig selvfinansiering, som kun kan ydes, såfremt det har været en del af finansieringsplanen for erhvervelsen.²⁷⁷

5. Lovlig selvfinansiering kontra lovlig efterfinansiering

Det er en almindelig erfaring, at der til syvende og sidst kun er én, der kommer til at betale for, at et selskab (målselskabet) får en ny hovedkapitalejer: selskabet selv.²⁷⁸ Allerede før selvfinansieringsforbuddet blev lempet, eksisterede der således en praksis, hvor et målselskabs midler blev anvendt til finansieringen af sin egen overtagelse. Denne praksis er blevet betegnet som *lovlig efterfinansiering*²⁷⁹ og foreligger, når erhververen af et selskab gældsætter sig for at præstere købesummen, og erhververens akquisitionsgæld efterfølgende ønskes nedbragt med f.eks. udbytte fra selskabet.²⁸⁰ Denne metode er såvel blevet anerkendt i forarbejderne til selskabsloven, hvori det fremgår, at udbyttereglerne i deres egenskab af *lex specialis* har forrang for selvfinansieringsforbuddet,²⁸¹ som i retspraksis i U 2006.145 H. I U 2006.145 H fastslog Højesteret således, at en planlagt efterfinansiering med frie midler og kapitalnedsættelse ikke i sig selv er i strid med forbuddet mod selvfinansiering.

Henset til at såvel selvfinansiering som efterfinansiering er lovlige undtagelser fra selvfinansieringsforbuddet i SL § 206, stk. 1, er spørgsmålet, hvilken finansieringsmodel der er at foretrække. En fordel ved efterfinansiering er, at denne model er mere simpel og velafprøvet i praksis,²⁸² og erhververen slipper bl.a. for, at prisen for kapitalandelene offentliggøres efter SL § 207, stk. 3, jf. § 207, stk. 1, nr. 5. Det må også antages at være nemmere for erhververen, da det alene er den nyindsatte bestyrelse i målselskabet, der skal stemme for efterfinansiering, hvorimod det ved selvfinansiering er den eksisterende generalforsamling, der skal forespørges, og det er i den forbindelse målselskabets centrale ledelsesorgans rolle at fremføre argumenter for transaktionen.²⁸³ Et andet lod i efterfinansieringens vægtskål er, at uan-

²⁷⁴ Schans Christensen: Kommentarer, s. 570.

²⁷⁵ Lund-Andersen: Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering, s. 124.

²⁷⁶ Se afsnittet: Selvfinansieringsforbuddets udvikling ovenfor.

²⁷⁷ Lund-Andersen: Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering, s. 123.

²⁷⁸ Werlauff: Selvfinansieringsforbud contra *lex specialis*, s. 366.

²⁷⁹ Werlauff: Selskabers kapital, s. 146.

²⁸⁰ Werlauff: Selskabsret, s. 318. Se desuden Ilum & Krog Andersen: Akkvisitionsfinansiering, hvor de øvrige akkvisitionsfinansieringsformer, der er omfattet af begrebet lovlig efterfinansiering analyseres.

²⁸¹ Jf. bemærkningerne til § 206 i det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

²⁸² Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 301.

²⁸³ von Barnekow: Lovlig selvfinansiering, s. 67.

set om det var forudsat på erhvervelsestidspunktet eller ej, bliver en udbyttebetaling fra målselskabet ikke ulovlig, alene fordi erhververen anvender midlerne til afdrag på akkvisitionslånet,²⁸⁴ hvorimod det ved selvfinansiering netop senest skal være forudsat ved erhvervelsestidspunktet.²⁸⁵ Denne forskel medfører en større fleksibilitet ved efterfinansiering end ved selvfinansiering.

Selvfinansiering har den fordel, at der ofte vil være skattemæssige fordele forbundet med at lade selskabet stille midler til rådighed for en kommende kapitalejer frem for at lade de nuværende kapitalejere modtage de frie midler som udbytte på én gang.²⁸⁶ Endvidere har selvfinansiering den fordel, at midlerne fortsat tilhører selskabet i form af et tilgodehavende og dermed et aktiv for selskabet, modsat efterfinansiering hvor de udloddede midler definitivt forlader selskabet.²⁸⁷ Selskabets egenkapital er dermed intakt ved selvfinansiering, da den kapitalafgang, finansieringen medfører, modsvareres af en fordring mod erhververen.²⁸⁸ På den baggrund kan det anføres, at selvfinansiering efter omstændighederne stiller selskabets kreditorer bedre end efterfinansiering. Omvendt kan det fra erhververens perspektiv være mere tilløkkende, at det er selskabets – og således ikke hans – egenkapital, der falder.

Forskellen på de to finansieringsmodeller består således i fleksibilitet efter overtagelse, likviditetsmæssigbelastning af hhv. målselskabets og erhververens egenkapital, samt at efterfinansiering er mere gennemprøvet i praksis end den nyskabte selvfinansieringsmulighed. Hvorvidt selvfinansiering som finansieringsform kan vinde indpas ved siden af efterfinansiering vil blive overvejet nedenfor.

6. Sammenfatning

Formålet med at indføre lovlig selvfinansiering i dansk selskabsret var at efterkomme udviklingen i de finansielle behov i forbindelse med erhvervslivets strukturtilpasning. Danske virksomheder skulle således sikres en større fleksibilitet og handlefrihed ved hjælp af en enkel, klar og effektiv selskabslovgivning, der er så let som mulig at administrere og efterkomme.

Hvorvidt denne målsætning er nået, må nok anses for at være tvivlsomt. Whitewash-proceduren er, som ovenstående systematiske gennemgang viser, på ingen måde enkel; tværtimod er der tale om en meget omfattende procedure, som både er tids- og ressourcekrævende. Derudover kan whitewash-proceduren heller ikke anses for at være klar, da proceduren er forbundet med flere fortolkningsvanskeligheder særligt vedrørende modtagerkredsens kreditværdighed, hvilke markedsvilkår der må anses for at være sædvanlige og selskabets interesse i transaktionen.

Hvordan modtagerkredsens kreditværdighed skal vurderes, må antages at udgøre et væsentligt praktisk problem for det centrale ledelsesorgan. Det fremgår således ikke af loven eller dens forarbejder, hvilke relevante forhold kreditvurderingen skal afdække. Hertil kommer, at der ganske givet vil være forskellige opfattelser af kre-

²⁸⁴ Ved overtagelse af et selskab, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked eller alternativ markedsplads, kan selskabet dog ikke udlodde mere, end hvad erhververen har oplyst om i sit tilbudsdokument, jf. SL § 184, stk. 2.

²⁸⁵ Se afsnittet: Efterfølgende selvfinansiering ovenfor.

²⁸⁶ Friis Hansen & Krenchel: Dansk selskabsret 2, s. 315.

²⁸⁷ Werlauff i Neville & Engsig Sørensen (red.): Den nye selskabslov, s. 296.

²⁸⁸ Friis Hansen & Krenchel: Dansk selskabsret 2, s. 315.

ditværdighed, idet kreditvurderingen beror på långiverens risikovillighed. Sammenholdt med det personlige erstatningsansvar, som det centrale ledelsesorgan risikerer at pådrage sig, gør det formentlig det centrale ledelsesorgan tilbageholdende med at tage ansvaret for usikkerheden, medmindre organet selv er modtagere af finansieringen som led i et mangement buy out, der ikke strider imod selskabets interesse.

Såfremt kravet, om at lovlige selvfinansiering skal ske på sædvanlige markedsvilkår, skal forstås således, at samme vilkår skal kunne opnås ved en uafhængig kreditor, vil det tilsvarende vise sig som en alvorlig hindring for anvendelsen af lovlige selvfinansiering. Et sådant krav vil i realiteten overflødiggøre lovlige selvfinansiering.²⁸⁹

Endvidere må det antages, at selskabets interesse i transaktionen kan vise sig særdeles vanskelig at påvise, hvilket ikke mindst skyldes, at det er vanskeligt at argumentere for, at det er i selskabets interesse at miste likviditet. Derudover er selskabets interesse en retlig standard, som ikke nemt lader sig opgøre, hvilket uenigheden i teorien også viser. Selskabets interesse i at yde selvfinansiering vil derfor formentlig begrænse sig til de særlige tilfælde, hvor tredjemand kan bibringe selskabet en bestemt know-how eller teknologi.

Dertil kommer kravet om offentliggørelse af kapitalandelenes pris, hvilket formentlig også vil afholde mange selskaber fra at benytte sig af muligheden for lovlige selvfinansiering. Samtidig udgør ligeretsgrundsætningen i SL § 45, 1. pkt., og generalklausulen i SL § 108 en så stærk beskyttelse af minoritets- og kreditorinteresser, at lovlige selvfinansiering ud fra en praktisk betragtning må anses for at være stort set udelukket i selskaber med mere end én kapitalejer.²⁹⁰ Indførelsen af reglerne om lovlige selvfinansiering har dermed næppe givet erhvervslivet den mulighed for strukturtilpasning, det havde efterspurgt.

Visse teoretikere ser dog lysere på den fremtidige anvendelse af reglerne. Werlauff anfører således, at betingelserne i whitewash-proceduren næppe er vanskelige at opfylde i praksis, og at proceduren derfor i mange tilfælde vil blive den praktiske hovedregel, at det er selskabet selv, der kommer til at finansiere sin overtagelse.²⁹¹ Enig i den betragtning er Svensson & Krarup, der mener, at betingelserne er lette at opfylde, hvorfor lovlige selvfinansiering fremadrettet bliver den primære finansieringsform.²⁹²

Heroverfor antager Kure, at selvom reglerne kan tænkes at finde anvendelse ved generationsskifter samt i forbindelse med kaution og sikkerhedsstillelse fra selskaber med meget store frie reserver, hvor salgsprisen ikke er fortrolig, da vil reglerne om lovlige selvfinansiering kun få ganske begrænset, om overhovedet nogen, betydning i praksis.²⁹³ Han støttes af Ferran, der finder reglerne meningsløse, da de er alt for omfattende og samtidig udgør en for stor risiko for det centrale ledelsesorgan. Ferran anser derfor alene whitewash-proceduren anvendt i helt ekstraordinære tilfælde.

²⁸⁹ von Barnekow: Lovlige selvfinansiering, s. 66.

²⁹⁰ Kure: Lovlige selvfinansiering, s. 301.

²⁹¹ Werlauff: Selskabsret, s. 317.

²⁹² Svensson & Krarup: Nye regler om selvfinansiering, s. 97 og 107.

²⁹³ Kure: Lovlige selvfinansiering, s. 301 f.

Krüger Andersen er hverken enig eller uenig i de to forskellige opfattelser af whitewash-procedurens fremtidsudsigter. Han finder i stedet, at reglerne anvendelighed afhænger af, hvordan de vil blive forstået og administreret i praksis, således at jo mere restriktivt reglerne håndhæves, jo mindre bliver anvendelsesområdet og visa versa.²⁹⁴

Sammenlignes lovlig selvfinansiering med lovlig efterfinansiering, synes der at være flere argumenter for, at lovlig efterfinansiering fortsat vil være den fremherskende finansieringsmodel i fremtiden. Efterfinansiering er således en mere simpel og velafprøvet model, ligesom det fra erhververens perspektiv må antages at være nemmere at opnå tilslutning fra den nyindsatte bestyrelse til efterfinansieringen, frem for at foreligge beslutning om selvfinansiering for den eksisterende generalforsamling inden overtagelsen. Det må imidlertid holdes for øje, at ved efterfinansiering forlader midlerne definitivt selskabet, hvorimod dette netop ikke er tilfældet ved selvfinansiering.

Lovgiver har muligvis også indset, at lovlig selvfinansiering formentlig ikke vil nyde stor anvendelse ved fremtidige virksomhedsoverdragelser. Således er forarbejderne til SL tavse om, hvilke typer overdragelser selvfinansiering vil være egnet til. Senere hen har lovgiver imidlertid tilkendegivet, at formålet med selvfinansieringsmuligheden bl.a. er at lette erhvervslivets muligheder for at generationsskifte en virksomhed, der drives i selskabsform.²⁹⁵ At lovgiver netop nævner denne type virksomhedsoverdragelse kunne tyde på en erkendelse af, at reglerne ellers sjældent vil finde anvendelse. Grunden til, at lovlig selvfinansiering kunne være interessant ved generationsskifter, er, at den kommende generation ofte vil være tynget af gældsætning i en lang årrække efter overtagelsen af den familieejede virksomhed, hvis det overhovedet lykkes at finde en villig långiver. Med muligheden for at yde selvfinansiering kan familievirksomheden bistå ved f.eks. at yde et lån eller stille sikkerhed for et banklån, hvilket kan medvirke til, at generationsskiftet muliggøres.²⁹⁶

Bortset fra generationsskifter må det dog umiddelbart forventes, at lovlig selvfinansiering i praksis kun vil finde anvendelse i særlige situationer. Det må imidlertid anerkendes, at moderniseringsudvalget havde meget begrænset manøvfrihed til at lempe på selvfinansieringsforbuddet for så vidt angår aktieselskaber, idet valget stod mellem at implementere den praktisk begrænsede opblødning, som ændringsdirektivet muliggjorde, eller lade være.²⁹⁷ Den gold plating af forbuddet, som gør, at anpartsselskaber fortsat er omfattet, kunne man dog med fordel have afskaffet for at øge smidigheden for erhvervslivet og sidestille anpartsselskaber med lignende selskabstyper i andre medlemslande.²⁹⁸

Selvom om whitewash-proceduren formentlig ikke repræsenterer et egentligt paradigmeskift i forhold til selskabers mulighed for at yde selvfinansiering, er der ingen tvivl om, at proceduren udgør en liberalisering af det tidligere absolutte selvfinan-

²⁹⁴ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 291.

²⁹⁵ Jf. bemærkningerne til nr. 2 i betænkning over forslag til lov om ændring af ligningsloven, kursgevinstloven, skattekontrolloven og kildeskatteloven til lovforslag nr. L 199, bilag 24, af 6. september 2012.

²⁹⁶ Lerche-Gredal & Bang: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelse, s. 26.

²⁹⁷ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 302.

²⁹⁸ Svensson & Krarup: Nye regler om selvfinansiering, s. 107.

sieringsforbud.²⁹⁹ Spørgsmålet er således om dette forbud overhovedet længere varetager nogen legitim beskyttelsesinteresse – og i givet fald om forbuddet er et proportionalt middel til at opnå målet. Der hersker ikke tvivl om, at selvfinansiering i yderste konsekvens kan forringe kreditorernes retsstilling, hvilket imidlertid er tilfældet ved enhver ufornuftig håndtering af selskabets midler, ligesom flere transaktioner, herunder udbytteudlodning, kan forringe kreditorernes muligheder for fyldestgørelse. På den baggrund synes der således at være flere gode argumenter for endnu en reform af reglerne om selvfinansiering.³⁰⁰

Litteraturliste

Artikler:

Andersen, Paul Krüger & Sørensen, Karsten Engsig: Forslaget til nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime?, NTS 2005, nr. 3, s. 61-74.

Barnekow, Frederik von: Lovlig selvfinansiering, R&R, 2009, nr. 7, s. 62-69.

Braad, Anders & Nielsen, Claus: Selvfinansieringsforbuddet i aktieselskabslovens § 115, stk. 2, NTS 2001, nr. 4, s. 455-469.

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

Christensen, Jan Schans: Forslag til ny lov om aktieselskaber og anpartsselskaber (kapitalselskaber) – et overblik over Betænkning 1498/2008 om Modernisering af Selskabsretten, R&R 2009, nr. 1, s. 22-38.

Ferran, Eilís: Simplification of European Company Law on Financial Assistance, European Business Organization Law Review, vol. 6, no. 1, 2005, s. 93-99.

Hansen, Søren Friis & Sørensen, Karsten Engsig: Reform af selvfinansieringsforbuddet – i lyset af de danske erfaringer med selskabstømning, NTS 2002, nr. 3, s. 352-373.

Illum, Mads & Andersen, Bjørn Krog: Akkvisitionsfinansiering – herunder debt-push-down i et selskabsretligt perspektiv, ET 2007, nr. 1, s. 4-14.

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

Lerche-Gredal, Nicholas & Bang, Niels: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelse, INSPI 2011, nr. 4, s. 24-27.

Lowry, John: The Prohibition against Financial Assistance: Constructing a Rational Response, Prentice, Dan & Reisberg, Arad (red.): Corporate Finance Law in the UK and EU, 1. udgave, Oxford University Press, 2011, s. 3-25.

²⁹⁹ Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 191.

³⁰⁰ Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 302.

- Lund-Andersen, Jacob: Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering, U.2012B.119.
- Lundgren, Christian & Madsen, Jacob Høeg: M&A tendenser I 2010, herunder I lyset af selskabsloven, ET 2010, nr. 3, s. 171-180.
- Melander, Morten: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2? ET 2007, nr. 3, s. 175-184.
- Noes, Philip: Transfer Pricing (- en kompleks problemstilling), R&R 2013, nr. 7, s. 70-83.
- Rickford, Jonathan: Reforming Capital, Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance (red. Jonathan Rickford), European Business Law Review 2004, nr. 4, s. 920-1027.
- Serup, Michael: Grænserne for (u)lovlige anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet, U.1996B.72.
- Sjåfjell, Beate: Kun til plunder og heft? – Forbudet mot selskapsfinansiering av aksjeerwerb i den norske allmennaksejloven § 8-10 NTS 2009, nr. 1-2, s. 116-145.
- Svensson, John & Krarup, Mathias: Nye regler om selvfinansiering, NTS 2010, nr. 2, s. 97-107.
- Thomsen, Søren Høgh & Kruhl, Martin Christian: Selvfinansiering & fusion, NTS 2011, nr. 3, s. 54-65.
- Tidemand, Kristine Madsbøll & Jensen, Louise Dyrup: Minoritetsaktionærers retsstilling i henhold til selskabslovens regler om selvfinansiering og egne aktier, Justitia 2011, nr. 32, s. 3-47.
- Toftemark, Kasper & Lindhold, Pernille: Skattemæssig behandling af finansielle transaktioner. Første del – nyt udgangspunkt for rentefiksering, TfS 2009, 277, s. 1326-1328.
- Werlauff, Erik: Selskabers kapital – konsekvenser af selskabsreformen 2009/10, U.2009B.143.
- Werlauff, Erik: Selvfinansieringsforbud contra lex specialis, U.2006B.365.
- Whitt, Søren & Bunch, Lars: Den nye selskabslovs regler – om udbetaling af midler fra aktieselskaber og anpartsselskaber, R&R 2010, nr. 11, s. 36-66.
- Wormslev, Teis: Selvfinansiering og bestyrelsesansvar i praksis, R&R 2008, nr. 11, s. 12-20.
- Wymeersch, Eddy: European Company Law: The Simpler Legislation for the Internal Market, NTS 2000, nr. 2, s. 126-134.

Bøger:

Andersen, Anders Nyboe, Melander, Morten & Andersen, Lennart Lyng (red.): Fra Boss til leveraged buyouts – En kapitalmarkedsretlig analyse, 1. udgave, 1. oplag, Forlaget Thomson A/S, 2007.

Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 12. reviderede udgave, 1. oplag, 2013.

Blume, Peter: Juridisk metodelære, 5. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2009.

Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag, Thomson Reuters Professionals A/S, 2010 (citeret Bunch & Rosenberg: Kommentarer).

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

Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave, 3. oplag, Karnov Group Denmark A/S, 2011.

Christensen, Jan Schans: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag, Karnov Group Denmark A/S, 2012 (citeret Schans Christensen: Kommentarer).

Gomard, Bernhard & Schaumburg-Müller, Peer: Kapitalselskaber – aktie- og anpartsselskaber, 7. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2013.

Daniel, Bugge Thorbjørn, Elholm, Thomas, Strarup, Peter & Steinicke, Michael: Grundlæggende EU-ret – EU efter Lissabontraktaten, 2. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2011 (citeret Daniel m.fl.: Grundlæggende EU-ret).

Ferran, Eilís: Principles of Corporate Finance Law, Google Books, Oxford University Press, 2008.

Hansen, Jesper Lau: Værdipapirhandelsloven med kommentarer, bind 1 – loven, 9. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2013.

Hansen, Jesper Lau: Værdipapirhandelsloven med kommentarer, bind 2 – kommentaren, 9. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2013 (citeret Lau Hansen: Kommentarer).

Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2 – Kapitalselskaber, 3. udgave, 1. oplag, Thomson Reuters Professional A/S, 2011.

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

Munck, Noe & Kristensen, Lars Hedegaard: Selskabsformerne, 6. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 2010.

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

Pedersen, Jan, Siggard, Kurt, Winther-Sørensen, Niels, Bundgaard, Jakob, Jeppesen, Inge Langhave, Kerzel, Malene, Ferniss, Jane, Eriksen, Claus Hedegaard & Wittendorf, Jens: Skatteretten 1 – Skattesystemet, 6. udgave, 1. oplag, Karnov Group Denmark A/S, 2013 (citeret Pedersen m.fl.: Skatteretten 1).

Pedersen, Jan, Siggard, Kurt, Winther-Sørensen, Niels, Bundgaard, Jakob, Jeppesen, Inge Langhave, Kerzel, Malene, Ferniss, Jane, Eriksen, Claus Hedegaard & Wittendorf, Jens: Skatteretten 2 – Erhvervsbeskatning, 6. udgave, 1. oplag, Karnov Group Denmark A/S, 2013 (citeret Pedersen m.fl.: Skatteretten 2).

Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2010 (citeret Schaumburg-Müller & Werlauff: Kommentarer).

Skjerbek, Søren: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 1. oplag, Thomson Reuters Professional A/S, 2009.

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

Steffensen, Henrik, Skødt, Lykke, Nilsen, Jan-Christian & Fedders, Jan: Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven, 6. udgave, 1. oplag, Karnov Group Denmark A/S, 2011 (citeret Steffensen m.fl.: Årsrapporten).

Ussing, Henry: Obligationsretten – Almindelig del, 4. udgave, revideret optryk ved Anders Vinding Kruse, Juristforbundets Forlag, 1967.

Werlauff, Erik, Larsen, Louise Guldbæk & Larsen, Dorte Riskjær: Aktietilbagekøb & selvfinansierede aktiekøb, 1. udgave, 1. oplag, Gjellerup, 2010.

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

Werlauff, Erik: Selskabsret, 9. udgave, 1. oplag, Karnov Group Denmark A/S, 2013.

Werlauff, Erik: Selskabsskatteret 2013/2014, 15. udgave, 1. oplag, Karnov Group Denmark A/S, 2013.

Domme:

C-152/84 Marshall v Southampton & South West Hampshire Area Health Authority

C-221/88 Bussen

C-106/89 Marleasing SA v La Comercial Internacional de Alimentación SA

U 1997.444 H

U 1998.1172 H

U 1999.1429 V

U 2000.2003 H

U 2006.145 H

U 2007.3040 H

U 2008.697 H

TfS 2009, 232 Ø

TfS 2009, 963 V

TfS 2011, 29 Ø

Forarbejder og vejledninger:

Betænkning 1964, nr. 362, om revision af aktieselskabslovgivningen.

Betænkning 1969, nr. 560, om en fælles nordisk aktieselskabslovgivning.

Betænkning 1973, nr. 690, Sammenslutningen BOSS OF SCANDINAVIA.

Betænkning 2008, nr. 1498, Modernisering af selskabsretten.

Betænkning over forslag til lov om ændring af ligningsloven, kursgevinstloven, skattekontrolloven og kildeskatteloven til lovforslag nr. L 199, bilag 24, af 6. september 2012.

Besvarelse af spørgsmål 4 ad L 170 og L 171 stilet af Erhvervsudvalget den 20. april 2009, efter ønske fra Karsten Hønge (SF).

Besvarelse af spørgsmål 10 ad L 170 og L 171 stilet af Erhvervsudvalget den 20. april 2009, efter ønske fra Jesper Petersen (SF).

Besvarelse af spørgsmål 356 stilet af Skatteudvalget den 30. maj 2006, almindelig del.

Den juridiske vejledning 2013-2 af 15. juli 2013.

Det fremsatte lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009.

Det fremsatte lovforslag nr. L 171 af 25. marts 2009.

Kommissionens forslag om ændring af direktiv 77/91/EØF, KOM (2004) 730, endelig udgave af 29. oktober 2004.

Meddelelse af 21. maj 2003 fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet – Om modernisering af selskabsretten og forbedret virksomhedsledelse i Den Europæiske Union – vejen frem, KOM(2003)284.

Rapport fra Kommissionen til Europa-Parlamentet og Rådet – Om resultaterne af fjerde fase af SLIM af 4. februar 2000 (KOM(2000)56).

Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on The Simplification of The First and Second Company Law Directives.

Report of The High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Bruxelles, 4. november 2002.