

Cash pooling i lyset af selskabslovens kapitel 13

Cash pooling under chapter 13 of the Danish Companies Act

af FREDERIK LØVSTAD og ANDERS BONDE FALDBORG

Denne kandidatafhandling behandler spørgsmålet om cash pool-ordningers lovlighed efter selskabslovens kapitel 13. Indledningsvis beskrives mulighederne for koncernfinansiering, herunder de forskellige typer af cash pool-ordninger. I den forbindelse fremhæves ikke blot de juridiske forhold men også de forskellige forhold, som aktørerne i en cash pool-ordning skal holde sig for øje. Cash pool-ordninger er ikke særskilt reguleret i selskabsloven, men skal bedømmes efter de almindelige begrænsninger for kapitalsekskabers adgang til at foretage udlån, her særligt reglerne om kapitalejerlån i selskabslovens §§ 210-212 og selvfinansiering i selskabslovens §§ 206-209. I mangel af trykt retspraksis om disse reglers anvendelse på de forskellige typer af cash pool-ordninger, bliver Erhvervsstyrelsens praksis af særlig interesse, når det skal afgøres, hvilke kriterier en konkret cash pool-ordning skal opfylde for at være lovlig.

Det vurderes endvidere, hvordan ændringen af selskabslovens § 210 om kapitalejerlån (lov nr. 1547 af 13. december 2016) påvirker retsstillingen i forbindelse med cash pool-ordninger. Det følger af selskabslovens § 210, stk. 3, at selskabslovens regler om selvfinansiering er lex specialis i forhold til reglerne om kapitalejerlån. På den baggrund behandles cash pool-ordninger i relation til selvfinansieringsforbuddet i selskabslovens § 206, stk. 1 samt mulighederne for lovlig selvfinansiering efter selskabslovens §§ 206-209. Da cash pool-ordninger ofte er grænseoverskridende – altså involverer koncernforbundne selskaber fra flere forskellige lande – fastlægges det, hvor langt det danske selvfinansieringsforbud rækker territorielt. Det kan have store konsekvenser for såvel selskabet som dets ledelse, hvis der foretages dispositioner via en cash pool, som strider med selskabslovens §§ 206 og 210. Retsvirkningerne af sådanne overtrædelser bliver løbende inddraget i kandidatafhandlingen.

Indholdsfortegnelse

1) Indledning	3
1.1 Præsentation af emne	3
1.2 Afgrænsning	5
1.3 Metodevalg	5
2) Koncernfinansiering og cash pool-ordninger	5
2.1 Koncernfinansiering	5
2.1.1 Samlet ordning	6
2.1.2 Koncernlån som følge af overskudslikviditet	7
2.1.2.1 Lån til moderselskab.....	7
2.1.2.2 Lån til datterselskab.....	7
2.1.2.3 Lån til andet koncernselskab	8
2.2 Cash pool-ordninger	8
2.2.1 Single legal account	9
2.2.2 Notional cash pooling	11
2.2.3 Zero-balancing cash pooling.....	12
2.3 Bankernes interesse	13
2.4 Lovregulering	14

3) Selskabslovens regler om kapitalejrlån	16
3.1 Selskabslovens § 210	16
3.1.1 Formål og indhold.....	16
3.1.2 Særligt om cash pool-ordninger.....	18
3.1.2.1 Notional cash pooling.....	18
3.1.2.2 Zero-balancing cash pooling	19
3.1.2.3 Single legal account.....	20
3.2 Kriterierne i selskabslovens § 210, stk. 2	20
3.2.1 Frie reserver i årsregnskabet	21
3.2.2 Sædvanlige markedsvilkår for låntager	22
3.2.3 Generalforsamlingens beslutning eller bemyndigelse til det centrale ledelsesorgan.....	23
3.2.4 Krav om årsrapport	24
3.2.5 Forsvarlighed	24
3.2.6 Kreditvurdering?.....	25
3.2.7 Opsamling.....	25
3.2.8 Særligt om fysiske personer.....	26
3.3 Selskabslovens § 211	26
3.3.1 Indledning	26
3.3.2 Moderselskabsbetingelsen	27
3.3.3 Forholdet mellem selskabslovens §§ 210, stk. 2 og 211	28
3.4 Selskabslovens § 212	29
3.4.1 Indhold.....	29
3.4.2 Hjemmelsproblematik.....	30
3.4.3 Erhvervsstyrelsens betingelser.....	31
3.4.3.1 Almindelig indenfor såvel koncernen som branchen.....	31
3.4.3.2 Fordelene skal overstige den risiko, som selskabet påtager sig.....	32
3.4.3.3 Formålet må ikke være omgåelse af selskabsloven	33
3.4.3.4 Forsvarlig disposition	34
3.4.4 Udtalelser fra Erhvervsstyrelsen.....	35
3.4.4.1 Pensionskasse som topkontohaver – Erhvervsstyrelsens udtalelse af 15. februar 2011	35
3.4.4.2 Udenlandsk moderselskab – Erhvervsstyrelsens udtalelse af 11. januar 2013	36
3.4.4.3 A.M.B.A – Erhvervsstyrelsens udtalelse af 15. marts 2011	37
3.4.4.4 Forskningsfond – Erhvervsstyrelsens udtalelse af 5. august 2015.....	37
3.4.4.5 Opsamling	38
3.4.5 Selskabets interesse.....	38
3.4.5.1 Særligt om koncerninteressen.....	39
3.4.5.2 Selskabets interesse og cash pool-ordninger	40
3.4.6 Forsvarlighedskravet og cash pool-ordninger.....	41
3.4.7 Valget mellem selskabslovens § 210, stk. 2 og § 212.....	41
4) Selskabslovens regler om selvfinansiering.....	42
4.1 Indledning	42
4.2 Selvfinansieringsforbuddet.....	42
4.3 Forbuddets territoriale rækkevidde.....	44
4.3.1 Udenlandske moderselskaber.....	44
4.3.2 Udenlandske datterselskaber.....	45
4.4 Forbindelseskravet og den tidsmæssig udstrækning	47
4.5 Forholdet til bestemmelserne i selskabslovens §§ 211-212	49
4.6 Begrænsninger for cash pool-ordninger	50
4.6.1 Målselskabets deltagelse i cash pool-ordninger.....	51
4.6.2 Det tidsmæssige aspekt ved målselskabets deltagelse i cash pool-ordningen	53
4.6.3 Sikkerhedsstillelse og cash pool-ordninger	54
4.6.4 Betydningen af cash pool-typen.....	54
4.6.5 Lovegulering	56

4.7 Lovlig selvfinansiering	56
4.7.1 Indledning	56
4.7.2 Kreditvurdering af modtagerkredsen	58
4.7.3 Redegørelse.....	59
4.7.3.1 Baggrunden for forslaget om selvfinansiering.....	59
4.7.3.2 Selskabets interesse	59
4.7.3.3 Betingelserne knyttet til gennemførelsen	61
4.7.3.4 Selvfinansieringens konsekvenser for selskabets likviditet og solvens	61
4.7.3.5 Kapitalandelenes pris.....	61
4.7.4 Generalforsamlingens godkendelse	62
4.7.5 Offentliggørelse	63
4.7.6 Forsvarligt inden for de frie reserver	63
4.7.7 Sædvanlige markedsvilkår.....	64
4.7.8 Særligt ved målselskabets konkurs	65
5) Sammenfattende	66
6) Litteraturliste	69

1) Indledning

1.1 Præsentation af emne

Siden årtusindskiftet er cash pool-ordninger i stigende omfang blevet anvendt inden for koncernforbundne selskaber. Egentlige cash pool-ordninger¹ indebærer likviditetsudjævning mellem selskaberne i koncernen. Ved at etablere disse ordninger reduceres behovet for fremmedfinansiering, og der opnås stordriftsfordele, en reduktion af renteudgifter samt et overblik over koncernens samlede likviditet. Uegentlige cash pool-ordninger² indebærer derimod alene rentefordelen.

Cash pool-ordninger kan struktureres på mange måder og med forskellige formål. I visse ordninger hæfter de enkelte selskaber alene med deres indskud, mens koncernselskaberne i andre ordninger hæfter solidarisk for den samlede nettogæld. Fælles for de egentlige cash pool-ordninger er dog, at koncernen har én samlet bankforbindelse, således at likviditetsoverskud i et koncernselskab kan udnyttes i et selskab med likviditetsunderskud.

Som følge af de varierende cash pool typer blev det ved udarbejdelse af selskabsloven vurderet, at der ikke skulle foretages en særskilt regulering af cash pooling. Derimod anså Moderniseringsudvalget det for hensigtsmæssigt at videreføre Erhvervsstyrelsens administrative praksis.³

På den baggrund er cash pool-ordninger ikke selvstændigt reguleret i selskabsloven. Dog er ordningerne omfattet af – og kan være begrænset af navnlig – selskabslovens § 210 om betingede kapitalerlån og selskabslovens § 206 om ulovlig selvfinansiering. Disse bestemmelser er – som de øvrige regler i selskabslovens kapitel 13 – formuleret med udgangspunkt i enkeltstående lån. Ved vurderingen af cash pool-ordningers lovlighed, hvor der vil være en flerhed af indsættelser og træk af selskaberne i koncernen, rammes reglerne så at sige “skævt”, og det er naturligvis særligt interessant at

¹ Ved egentlige cash pool-ordninger forstås *single legal account* og *zero-balancing cash pooling*. Se afsnit 2.2.1 og 2.2.3.

² Ved uegentlige cash pool-ordninger forstås *notional cash pooling*. Se afsnit 2.2.2.

³ Betænkning nr. 1498/2008, s. 508 ff.

vurdere selskabslovens regler uden for deres typeområde. En overtrædelse af reglerne kan have såvel civilretlige som strafferetlige konsekvenser, og kan ramme både selskabet, ledelsen og låntageren.

Med vedtagelse af lov nr. 1547 af 13. december 2016 kan lån og sikkerhedsstillelse til kapitalejere ydes lovligt, såfremt en række betingelser er opfyldt. I den juridiske litteratur er disse nye regler om kapitalejerlån på nuværende tidspunkt behandlet i begrænset omfang. Dette gør reglerne egnede for en undersøgelse – i nærværende afhandling med særligt henblik på at undersøge den herved skabte øgede adgang for koncernforbundne selskaber til at fordele likviditet over cash pool-ordninger.

I afhandlingen beskrives indledningsvis mulighederne for koncernfinansiering, herunder de forskellige typer af cash pool-ordninger. I den forbindelse fremhæves ikke blot de juridiske forhold men også de forskellige forhold, som aktørerne i en cash pool-ordning skal holde sig for øje. I den forbindelse inddrages Erhvervsstyrelsens administrative praksis, hvoraf der kan udledes en række betingelser for lovligheden af cash pool-ordninger.

Det vurderes endvidere, hvordan ændringen af selskabslovens § 210 påvirker retsstillingen i forbindelse med cash pool-ordninger.

Ved en anmodning om aktindsigt, som undtagelsesvis er blevet imødekommet hos Erhvervsstyrelsen, har vi fået adgang til en række af styrelsens udtalelser vedrørende cash pool-ordninger. De nyeste udtalelser er materiale, som ikke er offentligt tilgængeligt, og dermed ikke tidligere har været behandlet i den juridiske litteratur. På baggrund af disse udtalelser vil indholdet af og hjemmelsgrundlaget for de af Erhvervsstyrelsen opstillede betingelser blive behandlet.

Det følger af selskabslovens § 210, stk. 3, at såfremt et kapitalselskab yder økonomisk bistand i form af selvfinansiering, skal betingelserne i selskabslovens §§ 206-209 være opfyldt. Selskabslovens regler om selvfinansiering er *lex specialis* i forhold til reglerne om kapitalejerlån.⁴

Som følge heraf vil cash pool-ordninger i relation til selvfinansieringsforbuddet i selskabslovens § 206, stk. 1 blive behandlet. Et målselskab må ikke være medvirkende til at yde lån eller stille sikkerhed i forbindelse med sin egen erhvervelse. På den baggrund undersøges det blandt andet, hvorvidt målselskabet er afskåret fra at indtræde i koncernens cash pool-ordning i tiden *efter* erhvervelsen af selskabet.

Da cash pool-ordninger ofte er grænseoverskridende – altså involverer koncernforbundne selskaber fra flere forskellige lande – er det afgørende at få fastlagt, hvor langt det danske selvfinansieringsforbud rækker territorielt. Afgrænsningen er både relevant for så vidt angår udenlandske moder-, datter- og søsterselskaber.

Det kan have store konsekvenser for såvel selskabet som dets ledelse, hvis der foretages dispositioner via en cash pool, der strider mod reglerne om selvfinansiering i selskabslovens § 206.⁵ Retsvirkninger af en sådan overtrædelse kan være tilbagebetaling, personlig hæftelse, erstatning og straf.

Selskabslovens § 206, stk. 2 indeholder imidlertid en undtagelse til forbuddet mod selvfinansiering, hvorefter selvfinansiering kan lovliggøres. Bestemmelsen betegnes i den juridiske litteratur som en

⁴ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 315 ff.

⁵ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, 2014, 4. udgave, 427.

“safe harbour-regel”⁶, idet et selskab, der opfylder betingelserne, kan være sikker på, at finansieringen er lovlig. Betingelserne for lovlig selvfinansiering i selskabslovens §§ 206, stk. 3 og 207-209 vil blive gennemgået i lyset af cash pool-ordninger, og det vil blive undersøgt, hvor sikker ”havnen” egentlig er.

1.2 Afgrænsning

Af hensyn til afhandlingens omfang er det ikke muligt at behandle samtlige forhold og problemstillinger, som opstår i relation til koncernfinansiering og cash pool-ordninger. På den baggrund har det været nødvendigt at undlade eventuelle skatteretlige, børsretlige, moms- og regnskabsmæssige overvejelser. Nærværende afhandling vil kun inddrage de danske regler om kapitalejerlån og selvfinansiering. Bestemmelserne i selskabslovens kapitel 13 vil kun blive gennemgået i det omfang, det har relevans for cash pool-ordninger. Det understreges, at en gennemgang af selskabslovens §§ 213 og 214 – om henholdsvis pengeinstitutter og medarbejderes kapitalandele – er udeladt.

1.3 Metodevalg

Ved udfærdigelsen af afhandlingen er anvendt traditionel retsdogmatisk metode. Målet er således at beskrive, fortolke og analysere gældende ret på baggrund af en systematisk gennemgang af de relevante retskilder.⁷ I den forbindelse gennemgås lovforarbejder, retspraksis, juridisk litteratur og administrativ praksis. Det skal holdes for øje, at Erhvervsstyrelsens⁸ administrative praksis dog i princippet kun har en vejledende karakter, da denne praksis naturligvis ikke er bindende for domstolene, jf. grundlovens § 63. Dette understreges i øvrigt af Erhvervsstyrelsen, idet samtlige af de nedenfor omtalte udtalelser⁹ slutter med følgende formulering:

“Vi skal gøre opmærksom på, at styrelsens udtalelse kun er vejledende, og at sagens endelige afgørelse henhører under domstolene.”¹⁰

Der findes ikke nogen afgørelser, hvor en dansk domstol tager stilling til cash pool-ordningers lovlighed i relation til Erhvervsstyrelsens praksis.

2) Koncernfinansiering og cash pool-ordninger

2.1 Koncernfinansiering

En koncern består af et moderselskab og dets datterselskaber, jf. selskabslovens §§ 5, nr. 19 og 6. Koncernen udgør ikke én selvstændig juridisk person, men udgøres af de selvstændige juridiske enheder som er i koncernen.¹¹ Det er fælles for koncernselskaberne, at de indgår i et økonomisk interessefællesskab – ”en selskabsretlig hybrid, på en gang flerhed og enhed”.¹²

⁶ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 293.

⁷ Jens Evald og Sten Schaumburg-Müller: Retsfilosofi, retsvidenskab og retslære, 1. udgave, 2004, s. 212.

⁸ Afhandlingen sondrer ikke mellem den tidligere Erhvervs- og Selskabsstyrelse og Erhvervsstyrelsen, men omtaler begge under betegnelsen ”Erhvervsstyrelsen”.

⁹ Se afsnit 3.4.4.

¹⁰ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 826.

¹¹ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, 4. udgave, 2014, s. 665.

¹² Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 119.

Som det er beskrevet af Erik Werlauff, koncentrerer koncernretten sig om at fastlægge, hvornår den enkelte juridiske person i en koncern skal betragtes isoleret, og hvornår den skal betragtes i lyset af forhold hos andre juridiske personer, hvormed den er koncernforbundet.¹³

Det vil undertiden være muligt for koncernselskaber at låne midler af hinanden. Koncerninterne lån er effektive værktøjer til at foretage løbende likviditetsudjævning samt driftsfinansiering.¹⁴ Koncernlån kan være et attraktivt alternativ til de mere almindelige finansieringsformer¹⁵, som ofte vil medføre høje renteudgifter, afkald på ejerandele eller anden udefrakommende medbestemmelse over selskabet.¹⁶

Motiverne bag henholdsvis et koncernlån og et almindeligt banklån vil ofte være forskellige. Bankens interesse – i at udlåne penge – udgøres af renten, hvorimod långiver i forbindelse med koncernlånet ikke har samme økonomiske afkast for øje. Hensigten med et koncerninternt lån vil ofte være interessen i at udvikle og muliggøre låntagerens virksomhed, hvilket indirekte får betydning for långiveren, som indgår i koncernen. Der indgår således kommercielle overvejelser ved begge typer af lån, men motiverne er i øvrigt vidt forskellige.¹⁷

Den mest enkle form for koncernlån benævnes *simple lån*, hvilket indebærer ydelse af et lån mellem to koncernselskaber. Normalvis sker dette ved en kontooverførsel, hvor midlerne *manuelt* flyttes fra koncernselskab A til koncernselskab B.

Et alternativ til simple lån er de såkaldte *cash pool-ordninger*, hvor selskabet samler sin likviditet i et fælles arrangement, som de deltagende selskaber kan låne fra.¹⁸ I modsætning til de enkeltstående, manuelle kontooverførsler sker likviditetsudjævningen *automatisk* ved cash pool-ordninger.¹⁹ I afsnit 2.2 vil tre hovedtyper af cash pool-ordninger blive behandlet.

Koncernfinansiering sker ofte ved, at moderselskabet eller et finansieringsselskab optager et banklån til brug for hele koncernens finansieringsbehov.²⁰ Formålet med denne ordning er, at det låntagende selskab kan videreformidle lån til andre selskaber i koncernen, såfremt banken ikke har taget forbehold herom. Ved at indgå en samlet låneaftale – på vegne af hele koncernen – kan der opnås en række fordele.

2.1.1 Samlet ordning

Først og fremmest vil en samlet ordning – i kraft af stordriftsfordele – give bedre vilkår for lånet, idet koncernselskabet har et bedre forhandlingsgrundlag.²¹ Dette kan medføre lavere renteomkostninger samt en reducere af andre accessoriske omkostninger. Herudover kan det låntagende selskab ud-

¹³ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 615.

¹⁴ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 393.

¹⁵ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 560.

¹⁶ Bernhard Gomard og Peer Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde, 8. udgave, 2015, s. 292. Se tilsvarende Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 560.

¹⁷ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 393.

¹⁸ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, 4. Udgave, 2014, s. 417, Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 324 samt Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 815.

¹⁹ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 560.

²⁰ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, 2014, 4. udgave, s. 417.

²¹ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: NTS 2002:4, s. 452.

stede lån til de koncernselskaber, der har likviditetsbehov, hvilket skaber en effektiv likviditetsudjævning.²² Et samlet lånearrangement vil desuden give låntagerselskabet mulighed for at kontrollere låneaftalens overholdelse samt skabe overblik i mere generel forstand.²³

En samlet ordning kan dog medføre en række ulemper for såvel de enkelte selskaber som for koncernen. Ved indgåelsen af en samlet ordning vil banken ofte betinge sig, at de enkelte koncernselskaber kautionerer, hæfter eller stiller anden form for sikkerhed for det låntagende selskabs forpligtelser. Derved kan det enkelte koncernselskab komme til at hæfte for en langt større gæld end hvad det enkelte selskabs likviditetsbehov tilsiger. Såfremt samtlige koncernselskaber indgår i ordningen, hæfter disse solidarisk for den samlede gæld, medmindre andet er aftalt. Dette følger af den deklaratoriske hovedregel i gældslovens § 2, stk. 1, hvorefter der er solidarisk hæftelse i hovedskyldnerforhold.²⁴ Således kan et koncernselskab med overskudslikviditet risikere at skulle hæfte for gæld, til trods for at selvsamme selskab har bidraget med likviditet til ordningen.

2.1.2 Koncernlån som følge af overskudslikviditet

En anden mulighed er at udnytte et selskabs overskudslikviditet, således at denne udlånes til andre selskaber i koncernen. Denne mulighed kan dog være begrænset af eksisterende låneaftaler med en bank, hvilket begrænser adgangen til at optage koncerninterne lån.²⁵ På baggrund af aftalen mellem parterne vil koncerninterne lån ofte adskille sig fra banklån derved, at lånet kan kræves indfriet efter påkrav. Det skal bemærkes, at koncerninterne lån kun kan ydes i selskabets interesse²⁶, ligesom der skal være et tilstrækkelig kapitalberedskab til, at det er forsvarligt at yde lånet, jf. selskabslovens §§ 115, stk. 1, nr. 5 og 118, stk. 2.²⁷

I det følgende sondres mellem tre typer af koncernlån, herunder lån til moderselskab (afsnit 2.1.2.1), lån til datterselskab (afsnit 2.1.2.2) og andre lån i koncernen (afsnit 2.1.2.3).

2.1.2.1 Lån til moderselskab

Selskabslovens § 210, stk. 1 angiver, hvilke regler der skal iagttages i forbindelse lån til et moderselskab.²⁸ Reglen har til hensigt at beskytte selskabets kreditorer og minoritetsaktionærer mod, at kapitalejere med bestemmende indflydelse i selskabet udnytter stillingen og yder fordelagtige lån.²⁹ Selskabslovens regler om kapitalejerlån behandles dybdegående i afsnit 3.

2.1.2.2 Lån til datterselskab

Selskabsloven indeholder ikke regulering af lån til datterselskaber, hvorfor sådanne forudsætningsvis er lovligt.³⁰ Modsat moderselskabslån er det mindre problematisk at låne til et datterselskab, da moderselskabet i sagens natur ejer datterselskabet helt eller delvist. Moderselskabets kreditorer kan søge sig fyldestgjort i datterselskabet, da andelene i datterselskabet blot udgør aktiver for moderselskabet.

²² Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 560.

²³ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 323.

²⁴ Lennart Lyng Andersen m.fl.: Gældsloven med kommentarer, 2. udgave, 2007, s. 37 ff.

²⁵ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 395.

²⁶ Se nærmere om begrebet "*selskabets interesse*" i afsnit 3.4.5.

²⁷ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 560.

²⁸ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 320.

²⁹ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 397 og Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 560.

³⁰ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 559.

Særligt når moderselskabet ejer 100 procent af datterselskabet, er der en formodning for, at lånet er i moderselskabets interesse. Denne formodning kan dog afkræftes, hvis datterselskabet er dybt forgældet og ikke har udsigter til at kunne tilbagebetale lånet. I de tilfælde, hvor moderselskabet ikke ejer alle andele, er der en formodning for at lånet kan ydes, så længe der er proportionalitet mellem forpligtelsen og ejerandelen.

2.1.2.3 Lån til andet koncernselskab

Lån til selskaber – der hverken er datter- eller moderselskaber – er ikke reguleret i selskabsloven.³¹ Disse selskaber vil i det følgende betegnes *søsterselskaber*, omend denne betegnelse er en anelse upræcis, da selskabernes tilknytning er svagere.³²

Erhvervsstyrelsen vil underkende lovligheden af lån til søsterselskaber i de tilfælde, hvor lånet ydes til et søsterselskab, som videreformidler lånet til et selskab, som långiveren ikke direkte kunne yde lån til. Sådanne situationer betragtes som omgåelse, jf. nedenfor afsnit 3.4.3.3.

Med andre ord skal långiveren have en interesse i at yde lånet til sit søsterselskab. Et afgørende moment i denne vurdering er, hvor tæt forbundne selskaberne er. Selskaber, der nært forbundne, må alt andet lige have en stærkere interesse i at yde lån til hinanden end selskaber, hvor de økonomiske bånd er svagere.

2.2 Cash pool-ordninger

Et registreret kapital-selskab er en selvstændig juridisk person, hvilket også er tilfældet, såfremt selskabet indgår i en koncern. På den baggrund har selskabet normalvis egne bankkonti.³³ Undertiden er der selskaber i koncernen, som har overskudslikviditet, mens andre selskaber har likviditetsbehov.³⁴ Det er uhensigtsmæssigt for koncernen, at selskaber med likviditetsbehov skal betale kreditrenter, mens selskaber med overskudslikviditet modtager lave debetrenter, således at koncernen ikke opnår en nettoreduktion af renteudgifterne.³⁵ På den baggrund kan det være fordelagtigt for koncernen at likviditetsudjævne mellem selskaberne, således at selskaber med overskydende likviditet kan overføre denne til selskaber med likviditetsbehov.³⁶

Denne likviditetsudligning kan ske ved enkeltstående lån mellem de koncernforbundne selskaber, som beskrevet ovenfor i afsnit 2.1.2, eller mere flydende ved etableringen af en cash pool-ordning.³⁷ Det er karakteristisk for cash pool-ordninger, at disse har til formål at sikre den mest hensigtsmæssige udnyttelse af koncernens likviditet og/eller at kun koncernens nettobeløb forrentes.³⁸ Cash pool-ordninger adskiller sig væsentligt fra ordinære lån ved, at det enkelte selskabs indestående/lån fra ordningen ikke udgør et fast beløb, men derimod hele tiden varierer i forhold til selskabets overskud af

³¹ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 401.

³² Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 560.

³³ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 401.

³⁴ Erik Werlauff: Selskabsret: 9. udgave, 2013, s. 322.

³⁵ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 815.

³⁶ Karsten Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 1. udgave, 2015, s. 302 og Andreas Tamasauskas: Erhvervslivets låneoptagelse, 1. udgave, 2006, s. 69.

³⁷ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 322.

³⁸ Henrik Steffensen og Lars Bunch m.fl.: Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 351.

likviditet eller likviditetsbehov.³⁹ På den måde anvendes cash pool-ordninger som likviditetsudjævning inden for koncernforbundne selskaber.⁴⁰

Endvidere opnår koncernen ofte en række forretningsmæssige fordele – udover forbedret likviditet – såsom en forøgelse af renteindtægter samt en formindskelse af renteudgifter, omkostningerne ved swap transaktioner, pengeoverførsler osv., samt en centralisering af oplysninger, hvilket grundlæggende letter administrationen og medfører en øget kontrol med cash flow.⁴¹⁴² Samtidig står koncernen som helhed ofte i en bedre forhandlingsposition end de enkelte selskaber isoleret, hvilket styrker muligheden for at forhandle mere fordelagtige vilkår for det samlede engagement med banken.

Ordningernes nærmere indhold fastlægges på baggrund af en aftale mellem koncernselskaberne og banken og tilpasses således de konkrete behov. Derfor varierer cash pool-ordninger meget alt afhængigt af de involverede selskabers forhold, herunder når selskaberne har hjemsted i forskellige lande.⁴³ I enkelte ordninger hæfter selskaberne alene med deres indskud, mens der i andre tilfælde er solidarisk hæftelse for bankens nettotilgodehavende. I praksis opdeles cash pool-ordninger grundlæggende i tre forskellige typer.

2.2.1 Single legal account

Cash pool-ordningen *single legal account* er kendetegnet ved, at samtlige af koncernens selskaber har én fælles bankkonto.⁴⁴ Typisk oprettes denne konto af moderselskabet med fuldmagter til hvert enkelt koncernselskab, som dermed er berettiget til at hæve og indsætte beløb på kontoen.⁴⁵ Regnskabsteknisk bliver det enkelte selskabs indestående eller overtræk registreret af banken på underkonti eller i selskabets regnskaber.⁴⁶ På denne måde sikres det, at udelukkende bankens nettotilgodehavende hos koncernen forrentes, samt at selskaber med likviditetsbehov reelt låner fra selskaber med overskudslikviditet.⁴⁷

En *single legal account* kan være en enkel og praktisk cash pool-ordning, såfremt koncernselskaberne driver virksomhed i samme land. Såfremt koncernen er grænseoverskridende – altså involverer koncernforbundne selskaber fra flere forskellige lande – vil en *single legal account* være upraktisk og problematisk, da alle selskaber ikke har konto i deres respektive hjemland.⁴⁸

En væsentlig ulempe for koncernen ved en *single legal account* er, at alle selskaber i koncernen frit kan hæve på kontoen, hvilket kan medføre ringe kontrol og større risici sammenlignet med den situation, hvor et enkelt selskab – kontohaveren – styrer likviditeten.⁴⁹

³⁹ Erhvervsstyrelsens notat ”Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber” (sag 01-178.795), s. 77.

⁴⁰ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: NTS 2002:4, s. 451.

⁴¹ Niels Bang: RR 2017.02.0043, s. 5.

⁴² Erhvervsstyrelsens udtalelse af 11. januar 2013: ”Formålet med cash pool’en er at optimere styringen af Koncernens arbejdskapital og likviditet samt forbedre koncernens investeringsmuligheder med henblik på at kunne skabe et højere afkast på koncernens kapitalanbringelser i øvrigt ud at skulle forøge investeringsrisikoen.”

⁴³ Betænkning nr. 1498/2008, s. 509.

⁴⁴ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 815.

⁴⁵ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: NTS 2002:4, s. 452.

⁴⁶ Henrik Steffensen og Lars Bunch m.fl.: Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 351.

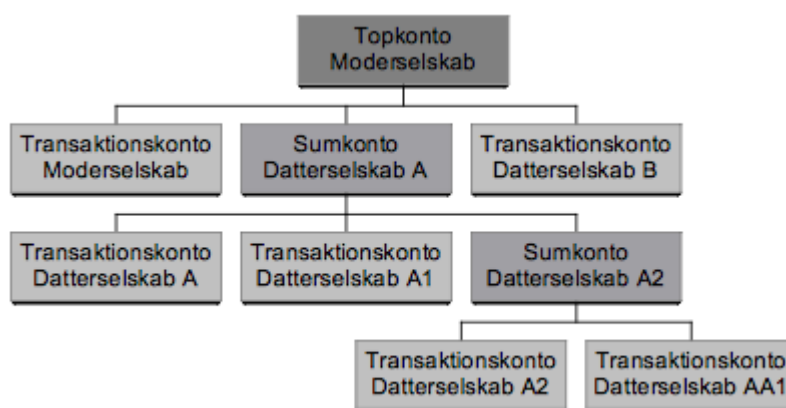
⁴⁷ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 402.

⁴⁸ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt, NTS 2002:4, s. 452 og Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 402.

⁴⁹ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 403.

De fleste større danske banker tilbyder cash pool-ordninger – også benævnt koncernkontoordning – til koncerner. I det følgende vil et eksempel på en koncernkonto fra Nordea blive inddraget og gennemgået.⁵⁰

Denne koncernkontoordning er karakteriseret ved, at koncernens samlede likviditet samles på én konto – topkontoen – som normalvis oprettes og føres af moderselskabet. Derudover er flere sumkonti/transaktionskonti tilknyttet topkontoen, som datterselskaberne kan benytte til daglige transaktioner, selv om disse er koncerninterne og ikke egentlige bankkonti. Transaktioner i systemet indgår således i saldoen på topkontoen, og når der indbetales eller hæves på en transaktionskonto, bliver den samlede saldo reguleret øjeblikkeligt på topkontoen.



Som det fremgår ovenfor, er Nordeas koncernkontoordning kendetegnet ved, at alle selskaber i koncernen har en enkelt, fælles bankkonto, som alle er berettigede til at hæve og indsætte beløb på. Med andre ord kan ordningen kategoriseres som værende en *single legal account*, hvor koncernens likviditet samles på topkontoen.

I materialet fra Nordea bliver der oplyst en række fordele ved ordningen, herunder et mindre behov for ekstern finansiering samt en forbedret nettorente. Begrundelsen herfor skal findes i, at de koncerninterne debetsaldi på transaktionskonti automatisk nettes over for koncerninterne creditsaldi på andre transaktionskonti. Denne balancenetting optimerer koncernens nettorente. Endvidere er der kun knyttet en kreditfacilitet til topkontoen, hvorfor datterselskaberne ikke vil få brug for ekstern finansiering, da selskaberne får tildelt interne kreditter fra topkontohaveren.

Derudover opnås et større overblik over koncernens samlede likviditet, oplysninger om saldi og ind- og udgående betalinger på alle transaktionskonti i systemet samt oplysninger om koncerninterne lån.

En yderligere fordel for koncernen ved en samlet nettosaldo er en reducere af koncernens konsoliderede balance. Dertil bliver det nemmere at styre koncernens samlede overskudslikviditet uden interne overførsler. Forenklingen skyldes, at koncernkontoen dokumenterer koncerninterne lån, beregner intern rente og kontrollerer dækning i relation til koncerninterne saldi og interne kreditter.

⁵⁰ http://www.nordea.dk/Images/38-49243/Cash_Pool_Services_Koncernkonto.pdf

2.2.2 Notional cash pooling

En anden type cash pool-ordning er den såkaldte *notional cash pool-ordning*, der i sin enkelthed går ud på, at banken betragter alle koncernens konti under ét ved renteberegningen.⁵¹ Der sker ikke nogen faktisk overførsel af midler, idet banken blot beregner renter af den til enhver tid værende nettobeløb på de omfattede konti.⁵² Derved er ordningen ikke udtryk for koncernlån, hvilket vil blive behandlet nærmere nedenfor i afsnit 3.1.2.1. Hvert deltagende koncernselskab har sine egne bankkonti, på samme måde, som hvis ordningen ikke var indgået.⁵³ Ordningen betegnes af denne grund også som *ugentlig cash pool*, *imaginær cash pooling* og *interest netting*.⁵⁴

Uden ordningen vil banken modtage udlånsrente af de konti, som har en negativ saldo, imens selskaberne med overskud vil modtage en indlånsrente.⁵⁵ Fordelen ved *notional cash pooling* er, at udlånsrenten er væsentlig højere end indlånsrenten.⁵⁶ Rentemarginalen bliver således elimineret.⁵⁷

Man skal holde sig for øje, at der kan opstå problemer, hvis der sker overførsel af ressourcer mellem koncernselskaberne. Det er anført af Henrik Steffensen og Lars Bunch, at lovligheden af sådanne ordninger forudsætter, at der sker afregning af renter mellem selskaber, eftersom der i modsat fald skabes en økonomisk forskydning mellem selskaber med positiv likviditet til selskaber med likviditetsbehov.⁵⁸ Se nærmere herom i afsnit 3.1.2.1.

De fleste større banker tilbyder *notional cash pooling*. I nedenstående tages udgangspunkt i Danske Banks tilbud om *interest netting*.⁵⁹

Først og fremmest understreges det i Danske Banks tilbud, at ved *interest netting* undgår koncernselskaberne manuelt at skulle overføre penge mellem de forskellige konti for derved at reducere sine renteudgifter.

Herudover er *interest netting* et alternativ til de kunder, som ikke har interesse i at sammenblende koncernens midler i en samlet *single legal account*. Danske Bank lægger hovedsagelig vægt på tre forhold ved sin ordning: den øger kundens finansielle kontrol, skaber et bedre overblik over rentevilkår og forhøjer renteindtægten for konti i Danske Bank.

Herudover kræver virtuel cash pooling ikke en lang bindingsperiode med banken, som det er kendetegnende for de mere indgribende ordninger som *single legal account*. *Notional cash pooling* reducerer selv sagt transaktionsomkostningerne for selskaberne, idet der ikke sker nogen faktisk overførsel af midler.

⁵¹ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udgave, 2007, s. 61.

⁵² Henrik Kure: *Finansieringsret*, 1. udgave, 2015, s. 402.

⁵³ Karsten Engsig Sørensen: *Selskabsstrukturer*, 1. udgave, 2015, s. 303.

⁵⁴ Lars Bunch og Ida Rosenberg: *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 815 samt Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: *NTS 2002:4*, s. 452.

⁵⁵ Justus Jansen: *International Cash Pooling – Cross-border Cash Management Systems and Intra-group Financing*, 1. udgave, 2011.

⁵⁶ Andreas Tamasauskas: *Erhvervslivets lånoptagelse*, 1. udgave, 2006, s. 69.

⁵⁷ Henrik Kure: *Finansieringsret*, 1. udgave, 2015, s. 402.

⁵⁸ Henrik Steffensen og Lars Bunch m.fl.: *Transaktioner i selskaber*, 1. udgave, 2014, s. 352.

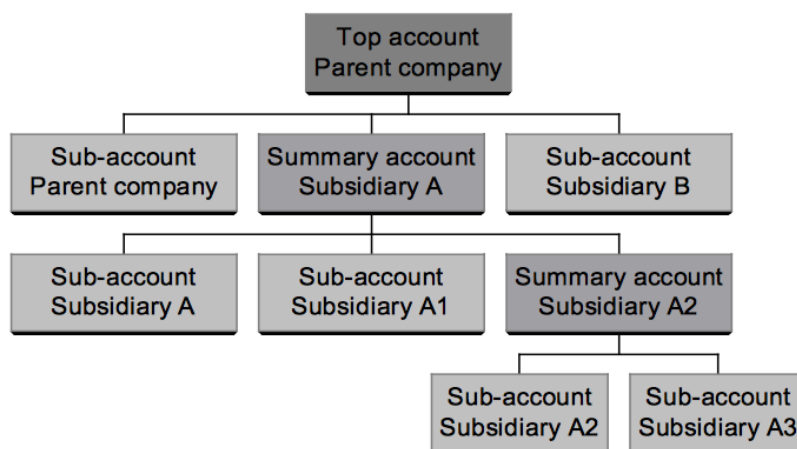
⁵⁹ <https://www.danskebank.com/en-gb/Corporate-Banking/Payments-and-Cash-Management/Liquidity-and-Interest-Management/Pages/Interest-Netting.aspx>

Sammenfattende kan det siges, at *notional cash pooling* ikke giver de fordele som en *single legal account* og *zero-balancing cash pooling*, men heller ikke skaber de samme selskabsretlige udfordringer, jf. afsnit 3.1.2.1.

2.2.3 Zero-balancing cash pooling

En tredje kategori af cash pool-ordninger er den såkaldte *zero-balancing cash pooling* – også benævnt *egentlig cash pooling* – som medfører en faktisk likviditetsudligning, hvor de berørte koncernselskaber ved dagens slutning overfører eventuelle positive indeståender på deres konti til én konto, som typisk er oprettet i moderselskabets eller koncernens finansieringsselskabs navn.⁶⁰ På samme måde som ved *single legal account* registreres det enkelte koncernselskabs balance af bogholderiet og eventuelt tillige af banken⁶¹ Rentetilskrivningen sker på koncernkontoen, således at det registreres på underkonti, hvor stor en andel af heraf der vedrører det enkelte selskab.⁶² Derfor opstår ovenstående problem med overførsel af ressourcer mellem de koncernforbundne selskaber – som ved *notional cash pooling* – ikke i denne cash pool-ordning.⁶³

Nordea tilbyder en *zero-balancing cash pool-ordning*⁶⁴, hvorefter positive indeståender på underkonti – på daglig basis – automatisk overføres til topkontoen. Alt afhængig af den konkrete sammensætning af koncernen, kan strukturen af *zero-balancing cash pooling* variere, herunder indeholde såkaldte samlekonti. Ligeledes bliver det fremhævet, at ordningen kan etableres med såvel flere forskellige som en enkelt valuta(er). Nedenfor fremgår et eksempel på en ordning:



Nordea oplister en række fordele ved denne cash pool-ordning. Først og fremmest fremhæves det mindre behov for ekstern finansiering, da koncernens samlede likviditet udnyttes på den mest hensigtsmæssige måde. Derved opnås nettoforrentning og koncernens balance forbedres. Samtidig er det

⁶⁰ Justus Jansen: *International Cash Pooling – Cross-border Cash Management Systems and Intra-group Financing*, 1. udgave, 2011, s. 3.

⁶¹ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: *NTS 2002:4*, s. 452 og Andreas Tamasauskas: *Erhvervslovens lånoptagelse*, 1. udgave, 2006 s. 69.

⁶² Jan Schans Christensen: *Kapitalselskaber*, 4. Udgave, 2014, s. 417, Henrik Steffensen og Lars Bunch m.fl.: *Transaktioner i selskaber*, 2014, s. 351 samt Henrik Kure: *Finansieringsret*, 1. udgave, 2015, s. 403.

⁶³ Lars Bunch og Ida Rosenberg: *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 815.

⁶⁴ https://www.nordea.com/Images/33-46934/Cash_Pool_Services_Zero_Balancing.pdf

nemmere at overskue saldoforløb på selskabernes konti, ligesom koncernen kan spare tid og penge på administrative rutiner.

En væsentlig fordel er, at topkontoen udelukkende administreres af ét selskab – typisk moderselskabet eller koncernens finansieringsselskab – hvilket betyder, at de øvrige koncernselskaber ikke har adgang til at hæve på kontoen. Dette medfører en stigende grad af kontrol og en formindsket risiko – i modsætning til situationen ved *single legal account*, hvor alle selskaber er berettiget til at indsætte og hæve på fælleskontoen.⁶⁵

2.3 Bankernes interesse

Ovenstående analyse har taget sit udgangspunkt i koncernens interesser i cash pool-ordninger. For at tegne det fulde billede vil det følgende afsnit kort berøre, hvorledes bankerne varetager deres interesser i cash pool-ordninger. Som beskrevet under *notional cash pooling* opnår koncernen en rentebesparelse, ligesom koncernen ved en *single legal account* og *zero-balancing cash pooling* opnår en reduktion af behovet for ekstern finansiering.⁶⁶

På den baggrund kan det umiddelbart være svært at gennemskue bankens incitament til at tilbyde disse ordninger, men der er også fordele set fra bankens side.

En af bankernes interesser ved cash pooling kan være øget sikkerhed for tilbagebetaling af gæld. Udgangspunktet er således, at de involverede koncernselskaber hæfter solidarisk for den samlede gæld til banken, jf. gældsbrevslovens § 2, stk. 1.⁶⁷ I tilfælde af et selskabs manglende betalingsdygtighed eller konkurs vil banken således have en videre adgang til at få tilgodehavender inddrevet. Dette er et resultat af, at banken har flere selskaber, som hæfter for koncernens samlede gæld. Dog kan det selvfølgelig aftales, at selskaberne udelukkende hæfter for det beløb, der er blevet indbetalt på kontoen.

Endvidere vil de attraktive cash pool-ordninger betyde, at banken får mulighed for at tiltrække og bevare store koncerner som kunder. Koncernselskaber vil søge mod de pengeinstitutter, som tilbyder de mest gunstige produkter og vilkår. Derved får ordningerne en akkvisitiv effekt, som særligt kan have betydning i internationale sammenhænge. I den situation, hvor et dansk moderselskab opretter en cash pool-ordning i en dansk bank, vil det potentielt tiltrække udenlandske koncernforbundne selskaber og øge den danske banks forretningsomfang.

Endeligt kan cash pool-ordninger skabe en udvidet modregningsadgang. Eksempelvis bliver alle koncernens midler indsat på en enkelt konto ved en *single legal account*. Banken kan således modregne tilgodehavender på selskab A i indtægter hidrørende fra selskab B. Uden ordningen vil banken ikke have adgang til at modregne, da selskab A og B som tidligere nævnt er selvstændige juridiske personer med egne konti. Denne udvidede modregningsadgang er ikke uvæsentlig for banker, som grundet deres naturlige stilling som kreditorer, ofte gør brug heraf.

⁶⁵ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 403.

⁶⁶ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: NTS 2002:4, s. 452.

⁶⁷ Lennart Lynge Andersen m.fl.: Gældsbrevsloven med kommentarer, 2. udgave, 2007, s. 37 ff.

2.4 Lovregulering

Cash pool-ordninger giver anledning til en række selskabsretlige problemstillinger, hvilket behandles i afsnit 3 og 4. Det er imidlertid værd at bemærke, at der ikke gælder specifik lovregulering af ordningerne, hvorfor deltagerne i en cash pool-ordning skal iagttage de almindelige selskabsretlige regler.⁶⁸

Under tiden har det været diskuteret, hvorvidt cash pool-ordninger skulle særskilt lovreguleres.⁶⁹ I december 2001 udgav Erhvervsstyrelsen en rapport, der opstillede en model for regulering af cash pool-ordninger, men dette førte aldrig til lovændringer. Af rapporten fremgik, at:

“En særskilt lovbestemmelse indebærer en risiko for, at der sker en udvikling på området, som der ikke på nuværende tidspunkt kan tages højde for eller stilling til.”⁷⁰

Erhvervsstyrelsens lagde således vægt på, at cash pool-ordninger varierer meget fra arrangement til arrangement. Med andre ord var området for dynamisk til, at det var egnet til lovregulering. Dette til trods for, at:

“En særskilt regulering vil skabe en klarhed og sikkerhed for vurdering af lovligheden af en [cash pool-ordning] end en ulovbestemt praksis.”⁷¹

I forbindelse med moderniseringen af selskabsloven i 2008/2009 overvejede Moderniseringsudvalget, om der skulle implementeres en særskilt regulering af cash pool-ordninger.⁷² I den forbindelse blev blikket rettet mod andre sammenlignelige lande, hvor det blev undersøgt, om disse havde specifikt reguleret cash pool-ordninger, eller om det var reguleret af de generelle regler om kapitalejrlån mv. Konklusionen var, at hovedparten af de undersøgte lande ikke havde nogen selvstændig regulering af cash pooling. På den baggrund lød anbefalingen fra udvalget, at cash pool-ordninger ikke burde lovreguleres, da dette var uhensigtsmæssigt grundet den store forskellighed i ordningerne. Endvidere fandt udvalget, at Erhvervsstyrelsens praksis på området var hensigtsmæssig, herunder at cash pool-ordninger under visse forudsætninger kunne anses for værende en sædvanlig forretningsmæssig disposition. Det blev i den forbindelse fastslået, at Erhvervsstyrelsens administrative praksis burde kodificeres i bemærkningerne til lovbestemmelserne om kapitalejrlån, moderselskabslån og sædvanlige forretningsmæssige dispositioner.

Det skal nævnes, at den tidligere Erhvervsstyrelse har haft en meget skiftende praksis angående lovligheden af cash pool-ordninger. Ordningerne ansås ikke for omfattet af låneforbuddet i den daværende aktieselskabslov § 115, stk. 1 og anpartsselskabslovens § 49, stk. 1. Begrundelsen herfor var, at lånene blev betragtet som sædvanlige forretningsmæssige dispositioner, som ikke var omfattet af loven.⁷³ I forbindelse med selskabstømmersagerne fra midten af 1990'erne blev styrelsens administrative praksis imidlertid skærpet, hvorefter cash pool-ordninger blev anset for omfattet af låneforbuddet.⁷⁴ Forud for indførelsen af selskabsloven og de seneste år har styrelsen igen – under nærmere bestemte vilkår – anset ordningerne som lovlige og dermed ikke omfattet af låneforbuddet. Ved disse

⁶⁸ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 404.

⁶⁹ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 323.

⁷⁰ Erhvervsstyrelsens notat ”Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber” (sag 01-178.795), s. 87.

⁷¹ Erhvervsstyrelsens notat ”Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber” (sag 01-178.795), s. 87.

⁷² Betænkning nr. 1498/2008, s. 510.

⁷³ Henrik Steffensen og Lars Bunch m.fl.: Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 352.

⁷⁴ Betænkning nr. 1498/2008, s. 508.

afgørelser er der blevet lagt vægt på, at deltagelse i cash pooling kan være erhvervsmæssigt begrundet og sædvanlig for såvel selskabet som inden for den pågældende branche.⁷⁵ Endvidere er det blevet tillagt vægt, om selskabets risici ved indgåelse i disse ordninger modsvarer de gevinster, som selskabet kan opnå ved deltagelsen.⁷⁶

Som følge af det ovenfor beskrevne skal lovligheden af cash pool-ordninger – i mangel af specifik lovgivning på området – bedømmes efter selskabslovens generelle regler om kapitalejerlån i selskabslovens §§ 210-212 og selvfinansiering i selskabslovens §§ 206-210. Men Erhvervsstyrelsens praksis tillægges stor betydning som “rettesnor” i forhold til, hvilke kriterier den enkelte cash pool-ordning skal opfylde for at være lovlig.

Det kan have betydelige konsekvenser for såvel selskabet som dets ledelse, hvis et selskab via en cash pool-ordning foretager dispositioner, der strider mod reglerne om selvfinansiering i selskabslovens § 206 og kapitalejerlån i selskabslovens § 210.⁷⁷ Retsvirkninger af en sådan overtrædelse er tilbagebetaling, erstatning og straf.

Det følger først og fremmest af selskabslovens § 215, stk. 1, at overtrædelse af selskabslovens §§ 206 og 210 medfører, at tredjemand skal tilbageføre beløbet til selskabet med tillæg af 2 procents morarente.⁷⁸

Såfremt tilbagebetaling af midler eller afvikling af sikkerhedsstillelse ikke kan ske, hæfter de, der har truffet eller opretholdt beslutningen, for det tab, som selskabet måtte lide, jf. selskabslovens § 215, stk. 2. Hæftelsen er således ikke begrænset til de bestyrelsesmedlemmer, der har truffet beslutningen, men påhviler også nye medlemmer, der undlader at tage skridt til at få det ulovlige forhold bragt til ophør.⁷⁹ Reglen om personlig hæftelse betyder netop, at ledelsen i den grad skal være påpasselig med at forbyrde sig på §§ 206 og 210, idet en overtrædelse kan have vidtrækkende konsekvenser. Ledelsen kan herudover blive erstatningsansvarlig efter den almindelige erstatningsregel i selskabsloven § 361, stk. 1.⁸⁰ Ansvarsproblemet vil i praksis ofte opstå i de tilfælde, hvor långiverselskabet er gået konkurs. Kurator i dette selskabs konkurs kan konkret berettiget argumentere for, at långivningen var uforsvarlig, hvis også låntagerselskabet er gået konkurs, idet det i så fald nærmest gik så galt som vel muligt. Og i netop denne situation rammer ansvaret de disponerende ledelsesmedlemmer specielt hårdt, fordi det ikke vil være muligt for låntagerselskabet at tilbagebetale lånet, således at ledelsen bliver ansvarlig for hele lånebeløbet.

Afslutningsvis skal det bemærkes, at selskabets overtrædelse af §§ 206 og 210 tillige kan medføre bødestraf, jf. selskabslovens § 367, stk. 1, hvilket sædvanligvis vil udgøre 5 procent af hovedstolen.

⁷⁵ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 404.

⁷⁶ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 816.

⁷⁷ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, 4. udgave, 2014, 427.

⁷⁸ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 325.

⁷⁹ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, 4. udgave, 2014, 427.

⁸⁰ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 325.

3) Selskabslovens regler om kapitalejerlån

3.1 Selskabslovens § 210

3.1.1 Formål og indhold

Med vedtagelse af lov nr. 1547 af 13. december 2016 kan lån og sikkerhedsstillelse nu lovliggøres i et selskabsretligt perspektiv, såfremt en række betingelser er opfyldt.⁸¹ Bestemmelsen i selskabslovens § 210 er således *ikke* længere formuleret som et forbud mod, at kapitalselskaber direkte eller indirekte stiller midler til rådighed, yder lån eller stiller sikkerhed til kapitalejere og medlemmer af ledelsen.⁸² Dog skal det holdes for øje, at bestemmelsen fortsat skal anses for værende et forbud, såfremt betingelserne i selskabslovens §§ 210, stk. 2 og 211-214 ikke er opfyldt.

Efter lovændringens ikrafttræden ser selskabslovens § 210 ud som følger:

“Stk. 1. Et kapitalselskab kan direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for, hvis betingelserne i stk. 2 er opfyldt. Tilsvarende gælder i forhold til kapitalejere eller ledelsen i selskabets moderselskab og i andre virksomheder end moderselskaber, der har bestemmende indflydelse over selskabet. 1. pkt. gælder også personer, der er knyttet til en person, som er omfattet af 1. eller 2. pkt. ved ægteskab, ved slægtskab i ret op- eller nedstigende linje, eller som på anden måde står den pågældende særlig nær.

Stk. 2. For at et kapitalselskab kan yde økonomisk bistand, jf. stk. 1, skal følgende betingelser være opfyldt:

- 1) Den økonomiske bistand skal kunne rummes inden for selskabets frie reserver, jf. § 180, stk. 2, og skal ydes på sædvanlige markedsvilkår.*
- 2) Beslutningen om at yde økonomisk bistand skal enten træffes af generalforsamlingen eller af selskabets centrale ledelsesorgan efter bemyndigelse fra generalforsamlingen. Generalforsamlingens bemyndigelse kan indeholde økonomiske og tidsmæssige begrænsninger. Den økonomiske bistand må ikke udgøre et større beløb, end der er foreslået eller tiltrådt af selskabets centrale ledelsesorgan.*
- 3) Beslutningen om at yde økonomisk bistand kan først træffes efter aflæggelsen af selskabets første årsrapport.*

Stk. 3. Yder et kapitalselskab økonomisk bistand i form af selvfinansiering, skal betingelserne i §§ 206-209 være opfyldt.”

Siden 1982 har der i dansk ret været et forbud mod, at kapitalselskaber foretager udlån mv. til kapitalejere og ledelsesmedlemmer. Ved selskabsloven fra 2009 (lov nr. 470 af 12. juni 2009) blev dette forbud videreført. Hovedbegrundelsen for forbuddet skal findes i hensynet til at beskytte selskabets kapital og derved minimere risikoen for, at selskabets kreditorer og minoritetsaktionærer lider økonomisk tab.⁸³ Et sekundært formål har været, at kapitalejere eller ledelsesmedlemmer ikke skulle have mulighed for at hive midler ud af selskabet uden, at den fornødne beskatning blev foretaget.⁸⁴ Det har tidligere været anført, at en lovliggørelse af kapitalejerlån ville medføre en risiko for, at kapitalejerne eller ledelsen – i stedet for skattepligtigt udbytte eller skattepligtig løn – trak midler ud af selskabet som et skattefrit lån uden at tilbagebetale lånet.⁸⁵

⁸¹ Niels Bang: RR 2017.43, s. 1.

⁸² Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 559.

⁸³ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1026 ff.

⁸⁴ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 312.

⁸⁵ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1032.

Det fremgår af bemærkningerne til lovforslaget⁸⁶, at hensynet til selskabets kreditorer på betryggende vis kan varetages ved en mindre indgribende regulering end det hidtil gældende forbud. I denne sammenhæng lægges der vægt på, at en lovliggørelse af kapitalejerlån kan skabe øget fleksibilitet for danske selskaber, der har interesse i at yde lån til selskabets ejere eller ledelsesmedlemmer. I den forbindelse skal det bemærkes, at adgangen ikke er ubetinget, da sådanne selskaber skal opfylde betingelserne i selskabslovens § 210, stk. 2 – hvilket påses af såvel selskabets revisor som Erhvervsstyrelsen – for lovligt at kunne yde lånet. Endvidere blev det understreget i forbindelse med lovændringen, at en række sammenlignelige lande også har lovliggjort kapitalejerlån under tilsvarende betingelser⁸⁷, ligesom EU-reglerne på det selskabsretlige område ikke indeholder begrænsninger for så vidt angår ydelse af lån til kapitalejere, ledelsesmedlemmer m.fl.⁸⁸

I relation til det skatteretlige aspekt medførte indførelsen af ligningslovens § 16 E, at lån mv. til kapitalejere med bestemmende indflydelse beskattes som løn eller udbytte. Det er uden betydning for denne beskatning, om lånet i selskabsretlig henseende er lovligt eller ulovligt. I bemærkningerne til lovforslaget understreges det, at med indførelsen af ligningslovens § 16 E sikres den fornødne beskatning ved lovliggørelse af kapitalejerlån, da sådanne lån skatteretligt kategoriseres som udbytte eller løn.⁸⁹

Med betingelserne i selskabslovens § 210, stk. 2, som er nærmere beskrevet i afsnit 3.2, vurderes det, at hensynet til selskabets kreditorer m.fl. er behørigt varetaget. Dette understreges endvidere af, at selskabets revisor i forbindelse med revision af virksomhedens årsrapport skal kontrollere, at betingelserne for lovligt at kunne yde et lån er overholdt. Hvis det ikke er tilfældet, skal revisor oplyse herom i sin påtegning, hvilket følger af § 7 i bekendtgørelse nr. 736 af 17. juni 2016 om godkendte revisorers erklæringer. Ovenstående er i sagens natur kun gældende, såfremt virksomheden ikke har fravalgt revision.

Derudover vil Erhvervsstyrelsen gennem sin regnskabskontrol kontrollere regnskaber, hvor revisorer har givet supplerende oplysning om, at medlemmer af ledelsen kan ifalde erstatnings- eller strafansvar for overtrædelse af selskabslovgivningen. Såfremt virksomheden har fravalgt revision, vil Erhvervsstyrelsen ligeledes kontrollere lovligheden af lån, som virksomheden har ydet. I den forbindelse bemærkes det, at styrelsen primært har fokus på de største lån.⁹⁰

Når lovligheden af cash pool-ordninger skal bedømmes, er det afgørende at fokusere på bestemmelserne om kapitalejerlån i selskabslovens kapitel 13. Vurderingen drejer sig hovedsageligt om, hvorvidt det enkelte selskabs deltagelse i ordningen kan kategoriseres som værende et “lån” eller en “sikkerhedsstillelse” til det koncernselskab – ofte moderselskabet – som administrerer kontoen, hvorpå midlerne indgår.⁹¹

⁸⁶ LFF 2016-10-05 nr. 23, s. 2

⁸⁷ Danmark var et af de eneste EU-lande, der fortsat havde et forbud mod denne type af lån. Med andre ord var de danske regler på området “strengere” end i sammenlignelige lande.

⁸⁸ LFF 2016-10-05 nr. 23, s. 5

⁸⁹ LFF 2016-10-05 nr. 23, s. 5

⁹⁰ LFF 2016-10-05 nr. 23, s. 5.

⁹¹ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 404.

“Lån” defineres ved et gensidigt skyldforhold, hvor låntageren – ved for eksempel et pengelån – har krav på at få det tilsagte beløb udbetalt, og långiveren har krav på at få beløbet tilbagebetalt i overensstemmelse med aftale og udfyldende retsregler.⁹²

Ved “sikkerhedsstillelse” forstås en række dispositioner, såsom kaution, pantsætning og garantistillelse.⁹³

I øvrigt skal det bemærkes, at lån til kapitalejere eller medlemmer af ledelsen ikke er betinget af, at de pågældende har bestemmende indflydelse i selskabet. Ligeledes omfattes både fysiske og juridiske personer.⁹⁴ Det er forholdene på långivningstidspunktet, som er afgørende. Dette betyder, at såfremt lånet ikke opfylder betingelserne, kan det ikke senere lovliggøres ved, at låntageren for eksempel sælger sine kapitalandele i selskabet eller udtræder af ledelsen. Endvidere kan reglen ikke omgås ved, at en person fratræder som ledelsesmedlem, modtager et lån fra selv samme selskab, og efterfølgende indtræder som ledelsesmedlem igen.⁹⁵

3.1.2 Særligt om cash pool-ordninger

I det følgende vil de forskellige typer af cash pool-ordninger blive gennemgået med henblik på at fastlægge, hvorvidt konstruktionerne er udtryk for koncerninterne lån eller ej.

3.1.2.1 *Notional cash pooling*

Som beskrevet ovenfor under afsnit 2.2.2 er *notional cash pooling* kendetegnet ved, at der ikke sker nogen faktisk overførsel af midler. Kure fastslår på denne baggrund, at der ikke eksisterer noget låneforhold mellem koncernselskaberne, hvorfor ordningen ikke umiddelbart er i strid med selskabslovens § 210.⁹⁶

Andre forfattere i den juridiske litteratur – såsom Henrik Steffensen og Lars Bunch m.fl.⁹⁷ – karakteriserer ikke *notional cash pooling* som værende en cash pool-ordning. Synspunktet er, at når ordningen udelukkende har til formål at beregne en rente ud fra koncernens samlede saldo, er denne blot en særlig metode til at minimere den samlede rentebetaling.⁹⁸ Dog skal det bemærkes, at der kan opstå andre problematikker.

For det første kan ordningen være kombineret med krydshæftelse mellem koncernselskaberne. I denne situation er hæftelsen udtryk for en sikkerhedsstillelse, som er omfattet af selskabslovens § 210, stk. 1.

For det andet forudsætter *notional cash pooling*, at der sker afregning af renter mellem de deltagende selskaber. Såfremt dette ikke sker, vil der ske overførsel af midler fra koncernselskaber med positiv likviditet til koncernselskaber med negativ likviditet.

⁹² Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, 4. udgave, 2014, s. 413, Bernhard Gomard: Obligationsret 1. del, 6. udgave, 2016, s. 6. Se også Niels Bang: NTS 2004, nr. 4, s. 445.

⁹³ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån og selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 45.

⁹⁴ Bernhard Gomard m. fl.: Kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde, 8. udgave, 2015, s. 475.

⁹⁵ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 797.

⁹⁶ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 404.

⁹⁷ Henrik Steffensen og Lars Bunch m.fl.: Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 352 samt Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 815.

⁹⁸ Karsten Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 1. udgave, 2015, s. 303.

Hvis denne forudsætning ikke overholdes, må formueforskydningen anses for værende et lån. Det anføres af Henrik Kure, at denne problemstilling er mere teoretisk end praktisk relevant i lyset af den senere tids renteutvikling.⁹⁹ Dette synspunkt kan virke en anelse unuanceret, idet alternativet til cash pool-ordninger som oftest er en kassekredit, hvor renteniveauet fortsat er relativt højt.

3.1.2.2 Zero-balancing cash pooling

Den såkaldte *zero-balancing cash pooling* indebærer – i modsætning til *notional cash pooling* – en faktisk likviditetsudligning, da de berørte koncernselskaber ved dagens slutning overfører eventuelle positive indeståender på deres konti til én konto.¹⁰⁰

Andreas Tamasauskas argumenterer for, at denne konstruktion ikke er udtryk for et egentligt låneforhold, så længe de involverede selskaber løbende og på lige vilkår overfører overskudslikviditet til koncernkontoen.¹⁰¹ Med andre ord kan selskabernes deltagelse i ordningen ikke sidestilles med ydelse af lån. Ud fra dette synspunkt kan koncernselskaber uproblematisk deltage i disse cash pool-ordninger, medmindre formålet er at omgå selskabslovgivningen.¹⁰²

Henrik Kure er kritisk over for denne argumentation, da hovedformålet med cash pool-ordninger netop er, at selskaber med overskudslikviditet kan yde lån til de koncernselskaber, som har behov herfor. Til beskrivelse af den faktiske situation kan følgende eksempel opstilles: Selskab A med positive indeståender overfører midler – yder et lån – til selskab B, der er kontohavende på koncernkontoen. Dernæst overfører selskab B midler til selskab C og andre koncernselskaber, der har manglende likviditet. Det skal bemærkes, at samme resultat kunne være opnået ved et koncernlån fra selskab A til selskab C.¹⁰³

Andreas Tamasauskas' synspunkt kan ikke tiltrædes. At midlerne overføres i forbindelse med et cash pool arrangement, ændrer ikke på, at de *er* udtryk for et egentligt låneforhold.

Derfor må det konkluderes, at *zero-balancing cash pooling* er udtryk for lån, som skal respektere selskabslovens kapitel 13.¹⁰⁴ Ved vurderingen er det afgørende at fastlægge, hvilke selskaber der er omfattet af låneforholdet. I forlængelse af det ovenfor skitserede eksempel, er spørgsmålet, om låneforholdet består mellem selskaberne A og B eller selskaberne A og C. Der må tages udgangspunkt i det umiddelbare forhold mellem selskaberne A og B, da penge i sagens natur er generiske, og det ikke kan spores, hvorfra midlerne til selskab C stammer.¹⁰⁵

På den baggrund skal der fokuseres på forholdet mellem det danske selskab og det koncernselskab – typisk moderselskabet – som administrerer koncernkontoen. Såfremt kontohaver er et kapitalselskab, som det danske selskab kan udlåne til efter selskabslovens § 211,¹⁰⁶ vil selskabslovens § 210 ikke udgøre en barriere for, at selskabet indgår i cash pool-ordningen.¹⁰⁷

⁹⁹ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 403.

¹⁰⁰ Se eksempelvis Karsten Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 1. udgave, 2015, s. 303.

¹⁰¹ Andreas Tamasauskas: Erhvervslivets låneoptagelse, 1. udgave, 2006, s. 71 ff.

¹⁰² Andreas Tamasauskas: Erhvervslivets låneoptagelse, 1. udgave, 2006, s. 71 ff.

¹⁰³ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 405.

¹⁰⁴ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, 2014, 4. udgave, s. 417 og Henrik Steffensen og Lars Bunch m.fl.: Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 352.

¹⁰⁵ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 405.

¹⁰⁶ Se afsnit 3.3.

¹⁰⁷ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 405.

Såfremt reglerne om moderselskabslån ikke er opfyldt, kan koncernselskabet alligevel – lovligt – deltage i en cash pool-ordning, såfremt en række betingelser er opfyldte. Disse behandles nedenfor i afsnit 3.2.

3.1.2.3 *Single legal account*

I denne cash pool-ordning har samtlige af koncernens selskaber én fælles bankkonto. Dermed sker der en faktisk sammenblanding af midler mellem koncernselskaberne.¹⁰⁸ *Single legal account* er udtryk for en *egentlig cash pool-ordning*, og det kategoriseres som værende et lån i selskabsretlig forstand.¹⁰⁹ I disse situationer skal selskabslovens kapitel 13 respekteres. I øvrigt kan der henvises til afsnit 3.1.2.2 angående cash pool-ordningens øvrige forhold.

3.2 Kriterierne i selskabslovens § 210, stk. 2

Efter vedtagelsen af lov. nr. 1547 af 13. december 2016 har selskabslovens § 210 fået et nyt stk. 2, der opstiller en række betingelser for lovligheden af et kapitalejrlån.¹¹⁰ På trods af ordlyden af selskabslovens § 210, stk. 1 er kapitalejrlån fortsat ulovlige, hvis betingelserne i selskabslovens § 210, stk. 2 ikke er opfyldt.

Det nye stk. 2 i selskabslovens § 210 indeholder en række betingelser for, hvornår et kapitalejrlån er lovligt. Det er således en betingelse, at lånet kan rummes inden for de frie reserver, jf. selskabslovens § 180, stk. 2, at beslutningen om at yde lånet træffes af generalforsamlingen eller det centrale ledelsesorgan efter bemyndigelse fra generalforsamlingen, og at beslutningen om at yde lånet først kan træffes efter aflæggelsen af selskabets første årsrapport. Alle betingelserne skal være opfyldt på tidspunktet, hvor lånet ydes, ellers bliver der tale om et ulovligt kapitalejrlån.¹¹¹

I det følgende vil der blive henvist til Økonomi- og Erhvervsministeriets betænkning nr. 1498 fra 2008, hvor cash pool-ordninger behandles i relation til reglerne om kapitalejrlån i selskabslovens §§ 210-212. Det bemærkes, at Moderniseringsudvalget i 2008 foreslog den nøjagtig samme undtagelse, som blev indført i selskabslovens § 210, stk. 2 med lovændringen i 2016:

“Det foreslås derfor i stk 2, at et selskab fremover, under iagttagelse af en række nærmere opstillede kriterier, skal kunne yde økonomisk bistand til et selskabs ejerkreds, ledelsesmedlemmer eller ledelsesmedlemmer og ejerkredsen i selskabets moderselskab. [...] Desuden skal bistanden kunne rummes inden for de frie reserver, og sædvanlige markedsvilkår skal finde anvendelse på forholdet. Det forhold, at lånet skal ydes på sædvanlige markedsvilkår, er med til at sikre, at økonomisk bistand ydes på samme betingelser, som en uafhængig kreditor ville tilbyde.”¹¹²

På den baggrund er udvalgets bemærkninger vedrørende cash pool-ordninger i den grad relevante og kan inddrages til støtte for lovændringen, som – med nogle års forsinkelse – bygger på forslaget og overvejelserne fra betænkningen.

¹⁰⁸ Henrik Steffensen og Lars Bunch m.fl.: Transaktioner i selskaber, 1.udgave, 2014, s. 351.

¹⁰⁹ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 323.

¹¹⁰ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 559.

¹¹¹ Jesper Seehausen: RR 2017.02.0054, s. 3 og Niels Bang: RR 2017.43, s. 1.

¹¹² Betænkning nr. 1498/2008, s. 1027.

Bestemmelsen i selskabslovens § 210, stk. 2, er – som de øvrige regler i selskabslovens kapitel 13 – formuleret med udgangspunkt i enkeltstående lån. Ved vurderingen af cash pool-ordningers lovlighed, hvor der vil være en flerhed af indsættelser og træk af selskaberne i koncernen, rammes reglen imidlertid så at sige “skævt”, og det er naturligvis særligt interessant at vurdere også denne regel uden for dens typeområde.

I de følgende fire afsnit behandles betingelserne i selskabslovens § 210, stk. 2 i lyset af cash pool-ordninger.

3.2.1 Frie reserver i årsregnskabet

Den første betingelse, der skal være opfyldt, for at et selskab lovligt kan yde et kapitalejrlån, er, at lånet skal kunne rummes indenfor de frie reserver, jf. selskabslovens § 210, stk. 2, nr. 1. Bestemmelsen henviser til selskabslovens § 180, stk. 2, altså alene frie reserver kan anvendes til udlodning af ordinært udbytte.¹¹³ De frie reserver, som må benyttes til lovlig selvfinansiering, er beløb, som i selskabets seneste godkendte årsregnskab er opført som overført overskud, samt reserver, som ikke er bundet i henhold til lov eller vedtægter, med fradrag af overført underskud, jf. selskabslovens § 180, stk. 2.¹¹⁴ Kapitalejerlån kan således kun ydes af de frie midler, som alligevel kunne være udloddet, hvilket ikke påvirker kreditorernes retsstilling.¹¹⁵

Det følger af forarbejderne til lovændringen, at betingelsen om frie reserver skal være opfyldt på tidspunktet for lånets ydelse:

“Vurderingen af, om betingelserne er opfyldt, herunder om der er tilstrækkelige frie reserver, skal foretages på tidspunktet for afholdelse af den generalforsamling, hvor der træffes beslutning om lovliggørelse.”¹¹⁶

Den nævnte udtalelse i forarbejderne tager primært sigte på enkeltstående lån. Ved en cash pool-ordning ydes der et lån hver gang, de deltagende selskaber indskyder midler, således at arrangementet indebærer en flerhed af lån. Kravet om frie reserver skal således være opfyldt, når der indsættes midler på topkontoen. Det bemærkes, at kravet derimod ikke forhindrer, at selskaberne trækker midler ud af cash poolen, eftersom dette ikke udgør et lån.¹¹⁷

Bedømmelsen sker således på tidspunktet for lånets ydelse, men det centrale ledelsesorgan skal løbende være opmærksom på selskabets kapitalberedskab. Såfremt der sker et fald i selskabets frie reserver, kan det centrale ledelsesorgan som følge heraf ikke nødvendigvis forholde sig passiv. Efter de konkrete omstændigheder kan der opstå en aktiv handlepligt, da ledelsen skal reagere på kritisable forhold. Dette følger af de generelle selskabsretlige pligter, herunder særligt selskabslovens §§ 115-118.

¹¹³ Niels Bang: RR 2017.43, s. 1.

¹¹⁴ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 301.

¹¹⁵ LFF 2016-10-05 nr. 23, s. 5.

¹¹⁶ LFF 2016-10-05 nr. 23, s. 13.

¹¹⁷ Niels Bang: RR 2017.43, s. 2.

3.2.2 Sædvanlige markedsvilkår for låntager

Af selskabslovens § 210, stk. 2, nr. 1, 2. led følger, at kapitalejrlån skal ydes på sædvanlige markedsvilkår. Det fremgår af bemærkningerne til loven, at vilkårene for den økonomiske bistand, herunder rentefod, aftalt låneafvikling, sikkerhedsstillelse og kreditvurdering, skal svare til de vilkår, som kapitalejeren eller ledelsesmedlemmet vil kunne opnå i en bank.¹¹⁸

Lovbemærkningerne henviser til selskabslovens § 127, stk. 1, hvorefter medlemmerne af ledelsen ikke må disponere således, at dispositionen er åbenbart egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller selskabets bekostning.¹¹⁹

Som det fremgår af selskabslovens § 210, stk. 2, nr. 2, er det generalforsamlingen – eller det centrale ledelsesorgan efter bemyndigelse fra generalforsamlingen – der træffer beslutningen om at yde lån. Der kan således henvises til “den store” generalklausul i selskabslovens § 108, hvorefter kapitalejerne på generalforsamlingen ikke må træffes beslutninger, der åbenbart er egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller selskabets bekostning.

Som fortolkningsbidrag til begrebet ”sædvanlige markedsvilkår” kan der søges inspiration i lovbe-
mærkningerne til selskabslovens § 209, hvor begrebet også indgår.¹²⁰ Ved bedømmelsen af ”sædvanlige markedsvilkår” indgår ikke kun markedrenten – men også andre forhold såsom lånets løbetid.¹²¹

Ifølge lovbe-
mærkningerne til selskabslovens § 209 har det centrale ledelsesorgan ansvaret for, at lånet ydes på “sædvanlige markedsvilkår”. Iagttagelse af selskabets ledelse ikke dette krav – uagtsomt eller forsættligt – kan ledelsen ifalde erstatningsansvar efter selskabslovens kapitel 22 og i yderste fald et strafansvar efter selskabslovens kapitel 23.¹²²

Den juridiske litteratur indeholder forskellige bud på, hvad der forstås ved sædvanlige markedsvilkår. Niels Bang og Nicholas Lerche-Gredal hævder, at den økonomiske bistand skal kunne ydes på samme vilkår, som en uafhængig kreditor vil tilbyde.¹²³ Dette vil altid være en konkret vurdering, hvor renten, lånets løbetid og afdragsprofil kan indgå som momenter. Henrik Kure anfører, at der ikke kan tages udgangspunkt i de vilkår, som en tredjemand kan opnå i et pengeinstitut, idet låntageren således blot kunne optage lånet i et pengeinstitut.¹²⁴ Med andre ord kan det være en udfordring, at lånene ved cash pool-ordninger skal ske til markedsvilkår, da formålet med ordningen netop er at undgå låneoptagelse i en bank.

Det anføres af Henrik Steffensen og Lars Bunch, at selskabet ikke skal stilles ringere ved lånet, hvorimod det skal have en indtjening, der modsvarer risikoen.¹²⁵

Navnlig i cash pool-ordninger for store internationale koncerner kan spørgsmålet om markedsvilkår undertiden give anledning til problemer. Som beskrevet ovenfor fremgår det af lovforarbejderne, at markedsvilkår ofte vil være de vilkår, der kan opnås i en bank.

¹¹⁸ Niels Bang: RR 2017.43, s. 3.

¹¹⁹ LFF 2016-10-05 nr. 23, s. 10.

¹²⁰ Se nærmere herom i afsnit 4.7.7.

¹²¹ LFF 2008-2009.1.170, s. 160.

¹²² Jesper Seehausen: RR 2017.02.0054, s. 3.

¹²³ Nicholas Lerche-Gredal og Niels Bang: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelser, INSPI nr. 4, 2011, s. 26.

¹²⁴ Henrik Kure: U 2011.B.293, s. 299.

¹²⁵ Henrik Steffensen og Lars Bunch m.fl.: Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 418.

Vilkårene for et lånearrangement kan imidlertid variere afhængig af en lang række forhold. Man kan således let tænke sig, at en stor international koncern, der har megen likviditet og soliditet kan opnå bedre vilkår end en dansk koncern med en mindre soliditetsgrad. Det er således ikke muligt at give en nøjagtig fastsættelse af, hvilke vilkår et koncernselskab kan opnå i en bank, da dette afhænger af bankens kreditvurdering, stordriftsfordele og en lang række andre faktorer.

Ovenstående illustrerer, at den juridiske litteratur ikke giver et klart billede af, hvad der skal forstås ved sædvanlige markedsvilkår. Det kan virke betænkeligt og uhensigtsmæssigt, at ledelsen skal opfylde en uklar betingelse, som de tillige er ansvarlige for. På den baggrund gør det centrale ledelsesorgan klogt i at foretage en konkret vurdering af de samlede vilkår og den konkrete situation og nedfælde dette i en redegørelse, således at ledelsen senere er i stand til at dokumentere, at vilkåret om markedsvilkår har været overvejet.

3.2.3 Generalforsamlingens beslutning eller bemyndigelse til det centrale ledelsesorgan

Den tredje betingelse følger af selskabslovens § 210, stk. 2, nr. 2, hvorefter et kapitalejerlån alene er lovligt, hvis beslutningen er truffet af generalforsamlingen eller det centrale ledelsesorgan efter bemyndigelse fra generalforsamlingen.¹²⁶ Generalforsamlingen er hierarkisk set det øverste organ i selskabet, der således enten selv træffer beslutningen eller delegerer kompetencen til det centrale ledelsesorgan.¹²⁷

Det centrale ledelsesorgan består enten af en bestyrelse og en direktion efter selskabslovens § 111, stk. 1, nr. 1 eller alene af en direktion jf. selskabslovens § 111, stk. 1, nr. 2.

Selskabslovens § 210, stk. 2, nr. 2, 3. pkt. beskriver, at den økonomiske bistand ikke må udgøre et større beløb end det, der er foreslået eller tiltrådt af selskabets centrale ledelsesorgan, hvilket skal ses i lyset af, at ledelsen er ansvarlig for at sikre et forsvarligt kapitalberedskab, jf. selskabslovens §§ 115-118.¹²⁸

En bemyndigelse fra generalforsamlingen til bestyrelsen eller direktionen til at træffe beslutning om långivning kan indeholde såvel tidsmæssige som økonomiske begrænsninger, jf. selskabslovens § 210, stk. 2, nr. 2, 2. pkt.¹²⁹

Betingelsen giver ikke særlige problemer i relation til cash pool-ordninger, idet der er mulighed for, at generalforsamlingen bemyndiger det centrale ledelsesorgan til at træffe beslutninger om ordningen.

Efter lovændringen kan også fysiske personer¹³⁰ indgå i cash pool-ordninger, se nærmere herom under afsnit 3.2.8. Dette er primært aktuelt i mindre selskaber, hvor de nævnte personer vil kunne trække kreditter på en cash pool, når selskabslovens betingelser for at selskabet kunne yde dem lån er opfyldt. I en situation hvor generalforsamlingen har delegeret kompetencen til det centrale ledelsesorgan, kan ledelsen under konkrete omstændigheder være inhabil. I det tilfælde, hvor ledelsen

¹²⁶ Niels Bang: RR 2017.43, s. 1.

¹²⁷ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 426 og Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, 4. udgave, 2014, s. 473.

¹²⁸ LFF 2016-10-05 nr. 23, s. 10.

¹²⁹ LFF 2016-10-05 nr. 23, s. 10.

¹³⁰ Ved fysiske personer skal forstås den personkreds, som tidligere var omfattet af forbuddet i selskabslovens § 210, stk. 1.

træffer beslutning om, at selskabet skal indgå i en cash pool-ordning og et eller flere ledelsesmedlemmer indgår i selv samme ordning, kan der foreligge modstridende interesser. Efter selskabslovens § 131 må et ledelsesmedlem ikke deltage i behandlingen af spørgsmål om aftaler mellem kapitalselskabet og den pågældende selv, og særligt ikke hvis vedkommende har en væsentlig interesse heri, som kan være stridende mod kapitalselskabets.

3.2.4 Krav om årsrapport

Den sidste betingelse er, at en beslutning om at yde lån først kan træffes efter aflæggelsen af den første årsrapport, jf. selskabslovens § 210, stk. 2, nr. 3. Dette betyder, at der skal være gået minimum et år, før et selskab kan indgå i en cash pool-ordning.¹³¹ Betingelsen hænger sammen med, at lånet skal kunne rummes inden for de frie reserver, hvilket tager udgangspunkt i selskabets seneste årsrapport.¹³² På denne måde kan betingelsen siges at være overflødig, da selskabslovens § 210, stk. 2, nr. 1 forudsætter, at selskabet har aflagt sin første årsrapport.¹³³

Bestemmelsen gælder også for cash pool-ordninger, men giver ikke anledning til yderligere bemærkninger. Dog kan det bemærkes, at såfremt koncernen opkøber et selskab, og dette allerede har afgivet sin første årsrapport, vil betingelsen være opfyldt. Det er således ikke et krav, at årsrapporten er aflagt i forbindelse med, at selskabet er blevet en del af koncernen. Med andre ord kan selskabet med øjeblikkelig virkning deltage i det pågældende cash pool arrangement.

3.2.5 Forsvarlighed

Det kan herudover overvejes, om der gælder en betingelse om forsvarlighed i forbindelse med kapitalejerlån. Af selskabslovens § 208, der vedrører selvfinansiering¹³⁴, fremgår at kapitalselskabets samlede økonomiske bistand til tredjemand efter selskabslovens § 206, stk. 2 på intet tidspunkt må overstige, hvad der er forsvarligt under hensyntagen til selskabets økonomiske stilling. Dette er ikke gældende for reglerne om betinget lovlige kapitalejerlån. Dog følger det af de almindelige selskabsretlige regler, at selskabets kapitalberedskab til enhver tid skal være forsvarligt, herunder at der skal være tilstrækkelig likviditet til at opfylde nuværende og fremtidige forpligtelser, efterhånden som de forfalder.¹³⁵

Det følger allerede af de almindelige regler, at ledelsen i alle henseende skal agere forsvarligt og i selskabets interesse.¹³⁶ At dette også nævnes i selskabslovens § 210 har dog en vis pædagogisk effekt.¹³⁷ Der er således ikke tvivl om, at en betingelse for kapitalejerlånets lovlighed er, at det er forsvarligt. I overensstemmelse hermed følger det af bemærkningerne til lovforslaget¹³⁸, at det centrale ledelsesorgan er ansvarlig for, at selskabet til enhver tid har et forsvarligt kapitalberedskab, jf. selskabslovens §§ 115 og 118.

Det er bemærkelsesværdigt, at der i reglerne om selvfinansiering – men ikke i reglerne om kapitalejerlån – gælder et krav om at selskabets kapitalberedskab skal være forsvarligt. Jesper Seehausen¹³⁹

¹³¹ Niels Bang: RR 2017.43, s. 1.

¹³² LFF 2016-10-05 nr. 23, s. 5

¹³³ Jesper Seehausen: RR 2017.02.54, s. 5.

¹³⁴ Se nærmere herom i afsnit 4.7.6.

¹³⁵ Jesper Seehausen: RR 2017.02.54, s. 6.

¹³⁶ Dette forudsættes blandt andet i tegningsreglerne. Se eksempelvis selskabslovens § 136, stk. 1, nr. 3.

¹³⁷ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 397.

¹³⁸ Erhvervs- og Vækstministeriet: Høringsnotat vedrørende forslag til lov om ændring af selskabsloven og årsregnskabsloven, 2016, s. 11. (<http://www.ft.dk/samling/20161/lovforslag/123/bilag/1/1671659.pdf>)

¹³⁹ Jesper Seehausen: RR 2017.02.54, s. 6.

anfører, at kravet om kapitalberedskab gælder efter de almindelige regler, hvorfor dette vil være overflødig at udtrykke eksplicit.

Som ovenfor beskrevet er selskabslovens § 210, stk. 2, nr. 3 også overflødig, men alligevel medtaget i lovteksten. Om forsvarlighedskriteriets udebleven beror på en tilfældighed eller ej, kan imidlertid ikke udledes af bemærkningerne til lovændringen.

3.2.6 Kreditvurdering?

Det kan overvejes, om lovligheden af et kapitalejrlån kan betinges af, at der foretages en kreditvurdering af låntager.¹⁴⁰

Reglerne om selvfinansiering kræver, at der foretages en kreditvurdering af den kreds, der modtager den økonomiske bistand.¹⁴¹ Samme regel gælder ikke direkte for kapitalejrlån. Det kan imidlertid udledes af kravet om “*markedsvilkår*”, at dette reelt forudsætter, at det centrale ledelsesorgan sikrer, at lånet ydes på rimelige og forsvarlige vilkår.¹⁴² Af bemærkningerne til ændringsloven forstås herved også kreditvurdering:

“Forslagets betingelse om at kapitalejrlån skal ydes på sædvanlige markedsvilkår indebærer blandt andet, at selskabet skal foretage en kreditvurdering af debitor på samme måde som en kreditor sædvanligvis vil kreditvurdere en potentiel låntager. Der vurderes derfor ikke at være behov for at tilføje et eksplicit krav om, at selskabet skal foretage en kreditvurdering af debitor.”¹⁴³

På samme måde som beskrevet under afsnit 3.2.5 om forsvarlighedskravet kan det undre, at lovgiver ikke eksplicit angiver denne betingelse i lovteksten på samme måde som ved selskabslovens § 206, stk. 3.

3.2.7 Opsamling

Ofte vil vurderingen af, om betingelserne i selskabslovens § 210, stk. 2 er opfyldt, først blive aktuel ved koncernselskabets (låntagers) eventuelle konkurs. Det følger af konkurslovens § 110, stk. 1, at ved udførelse af sit hverv skal varetage konkursboets interesser. På den baggrund kan det være en mulighed for kurator – på fordringshavernes vegne – at anfægte dispositioners lovlighed under henvisning til, at de anførte betingelser i selskabslovens § 210, stk. 2 ikke er opfyldt. Kurator vil på konkursboets vegne først og fremmest undersøge, om der er midler tilbage i låntagerselskabet. Såfremt dette ikke er tilfældet, kan et ledelsesansvar – ud fra en culpavurdering – eventuelt komme på tale.

Udgangspunktet er, at kurator har bevisbyrden. Det forhold, at selskabet efterfølgende er gået konkurs, vil kunne benyttes af kurator som et argument for, at dispositionen ikke opfyldte betingelserne for kapitalejrlån efter selskabslovens § 210, stk. 2. De involverede aktører og rådgivere i selskabet, herunder det centrale ledelsesorgan, kan dog argumentere for, at beslutningen om at yde kapitalejrlån – inden for selskabets frie reserver – stillede selskabets kreditorer bedre, end hvis selvsamme

¹⁴⁰ Jesper Seehausen: RR 2017.02.54, s. 6.

¹⁴¹ Se nærmere herom i afsnit 4.7.2.

¹⁴² Jesper Seehausen: RR 2017.02.54, s. 6.

¹⁴³ Erhvervs- og Vækstministeriet: Høringsnotat vedrørende forslag til lov om ændring af selskabsloven og årsregnskabsloven, 2016, s. 11. (<http://www.ft.dk/samling/20161/lovforslag/123/bilag/1/1671659.pdf>)

midler var blevet udloddet som udbytte. Dette skyldes, at såfremt selskabet havde udloddet de pågældende midler som udbytte, var selskabets egenkapital blevet reduceret med det udloddede beløb.

3.2.8 Særligt om fysiske personer

Selskabsloven indeholder ikke noget generelt forbud mod lån til fysiske personer. Lån og sikkerhedsstillelse var tidligere forbudt, når dispositionen skete til fordel for fysiske¹⁴⁴ personer omfattet af personkredsen i selskabslovens § 210¹⁴⁵, eksempelvis kapitalejere, ledelsesmedlemmer og deres nærtstående. Denne personkreds har imidlertid med lovændringen fået mulighed for at indgå i cash pool-ordninger, når betingelserne i selskabslovens § 210, stk. 2, er opfyldt.¹⁴⁶ Dette er primært aktuelt i mindre selskabsforhold, hvor de nævnte personer vil kunne trække kreditter på en cash pool, når selskabslovens betingelser for at selskabet kunne yde dem lån er opfyldt.

I forbindelse med lovændringen blev det anført af Finansrådet i et høringssvar, at selskabers udlån til fysiske kapitalejere og ledelsesmedlemmer sjældent kan være i selskabets interesse. I respons hertil anførte Erhvervs- og Vækstministeriet¹⁴⁷, at det kan være i selskabets interesse at yde et lån til kapitalejere, som ikke har bestemmende indflydelse, eftersom der ikke indtræder skattepligt i disse tilfælde. Endvidere blev følgende fremhævet:

“Et selskab kan også have interesse i at yde et lån til en kapitalejer, uanset at lånet er skattepligtigt, fremfor at udlodde skattepligtigt udbytte eller løn, idet ydelse af lån ikke forringer selskabets soliditet. Det gør derimod udbytteudlodning og lønudbetaling.”

Lovændringen medfører således, at koncerner kan oprette cash pool-ordninger, hvor fysiske personer – såsom selskabets kapitalejere og ledelsesmedlemmer – kan indgå. Dette kan som nævnt særligt være aktuelt i mindre selskabsforhold. Som beskrevet ovenfor under afsnit 3.2.3, skal man være opmærksom på eventuelle inhabilitetsproblemer i disse situationer. Det følger af selskabslovens § 131, at medlemmer af ledelsen ikke må deltage i behandlingen af spørgsmål om aftaler mellem kapital-selskabet og den pågældende selv eller kapital-selskabet og tredjemand, hvis vedkommende har en væsentlig interesse heri, der kan være stridende mod kapital-selskabets. Et ledelsesmedlem vil således være inhabil ved beslutninger, hvor den pågældende deltager og hæver midler via en cash pool-ordning, der potentielt begunstiger ham selv på kapital-selskabets bekostning. Bestemmelsen sikrer, at træk på cash poolen ikke sker på fordelagtige vilkår og til formål, som er selskabet uvedkommende.

3.3 Selskabslovens § 211

3.3.1 Indledning

Før vedtagelsen af lovændringen udgjorde selskabslovens § 211 en undtagelse til forbuddet om ulovlige kapitalejerlån, således at et kapital-selskab direkte eller indirekte kunne stille midler til rådighed,

¹⁴⁴ Også juridiske personer – herunder kapital-selskaber – var omfattet af forbuddet mod at modtage kapitalejerlån. Som eksempel kan fremhæves datterselskaber og søsterselskaber mv., som ejede kapitalandele i långiverselskabet uden at være omfattet af moderselskabsdefinitionen i selskabslovens § 5, nr. 21, jf. herom i afsnit 3.3.2.

¹⁴⁵ Undtagelserne i selskabslovens §§ 211 og 212 fandt alene anvendelse på selskaber. Som bekendt vedrører selskabslovens § 211 lån til moderselskaber og selskabslovens § 212 vedrører sædvanlige dispositioner, hvor det i bemærkningerne til bestemmelsen er bestemt, at fysiske personer ikke er omfattet. Se Betænkning nr. 1498/2008, s. 508.

¹⁴⁶ Niels Bang: RR 2017.43, s. 4.

¹⁴⁷ Erhvervs- og Vækstministeriet: Høringsnotat vedrørende forslag til lov om ændring af selskabsloven og årsregnskabsloven, 2016, s. 5. (<http://www.ft.dk/samling/20161/lovforslag/123/bilag/1/1671659.pdf>)

yde lån eller stille sikkerhed for danske og visse udenlandske moderselskabers forpligtelser.¹⁴⁸ Reglen har ikke undergået forandringer i forbindelse med lovændringen¹⁴⁹ og udgør, ved siden af selskabslovens §§ 210, stk. 2 og 212, en betingelse for, at lånet er lovligt.¹⁵⁰

Bestemmelsen har nogle udtrykkelige og implicite betingelser, der gennemgås i det følgende afsnit. Ordlyden i selskabslovens § 211 er som følger:

“Stk.1. Uanset at betingelserne i § 210, stk. 2, ikke er opfyldt, kan et kapitalsselskab direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for danske og visse udenlandske moderselskabers forpligtelser.

Stk. 2. Erhvervsstyrelsen fastsætter nærmere regler om, hvilke udenlandske moderselskaber der er omfattet af stk. 1.”

3.3.2 Moderselskabsbetingelsen

Det er først og fremmest en betingelse, at der er tale om et moderselskab efter selskabslovens §§ 6-7. Som beskrevet i selskabslovens § 5, nr. 21 er et moderselskab et kapitalsselskab, der har bestemmende indflydelse over et eller flere datterselskaber. Det fremgår af selskabslovens § 6, at en virksomhed kun have ét direkte moderselskab.

Selskabslovens § 7, stk. 1 fastslår, at bestemmende indflydelse er beføjelsen til at styre en dattervirksomheds økonomiske og driftsmæssige beslutninger. Denne foreligger, når moderselskabet ejer mere end halvdelen af stemmerettighederne i en virksomhed, medmindre det klart kan påvises, at et sådant ejerforhold ikke udgør bestemmende indflydelse, jf. selskabslovens § 7, stk. 2.

Herudover kan et moderselskab have bestemmende indflydelse på trods af, at selskabet ikke ejer mere end halvdelen af stemmerettighederne. Dette er tilfældet, når selskabet har råderet over halvdelen af stemmerettighederne i kraft af en aftale med andre investorer, beføjelser til at styre de finansielle og driftsmæssige forhold i henhold til vedtægt eller aftale, og beføjelse til at udpege eller afsætte flertallet af medlemmerne i det øverste ledelsesorgan og dette organ besidder den bestemmende indflydelse eller råderet over det faktiske flertal af stemmerne på generalforsamlingen, jf. selskabslovens § 7, stk. 3.

Som det fremgår af selskabslovens § 211, stk. 1, er visse udenlandske moderselskaber også omfattet af bestemmelsen.¹⁵¹ Det følger af selskabslovens § 211 stk. 2, at Erhvervsstyrelsen fastsætter, hvilke udenlandske moderselskaber, der er omfattet¹⁵². I medfør af selskabslovens § 211, stk. 2 er der udstedt bekendtgørelse nr. 275 af 25. marts 2010 om lån m.v. til udenlandske moderselskaber.¹⁵³

¹⁴⁸ Bernhard Gomard m.fl.: Kapitalsselskaber og erhvervsdrivende fonde, 8. udgave, 2015, s. 475.

¹⁴⁹ Niels Bang NTS 2004, nr. 4, s. 445, som beskriver den gamle regel i aktieselskabsloven § 115 a, stk. 1.

¹⁵⁰ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 559.

¹⁵¹ Jan Schans Christensen: Kapitalsselskaber, 4. udgave, 2014, s. 413 og Karsten Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 1. udgave, 2015, s. 303.

¹⁵² Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 321.

¹⁵³ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 829. Se også Bernhard Gomard og Peer Schaumburg-Müller: Kapitalsselskaber og erhvervsdrivende fonde, 8. udgave, 2015, s. 474 og Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: NTS 2002:4, s. 452.

Bekendtgørelsen fastslår, at moderselskaber med hjemsted i et EU-land, et EØS-land eller Schweiz, Australien, Canada, Hong Kong, Japan, Sydkorea, New Zealand, Singapore, Taiwan eller USA er omfattet af selskabslovens § 211.¹⁵⁴

Lovændringen fra december 2016 har imidlertid betydet, at selskaber der ikke er omfattet af bekendtgørelse nr. 275 af 25. marts 2010 nu kan yde lovlige kapitalejrlån ved at iagttage bestemmelserne i selskabslovens § 210, stk. 2. Betingelserne i selskabslovens § 210, stk. 2 er imidlertid ganske restriktive, hvorfor selskabslovens § 211 i høj grad stadig er relevant.¹⁵⁵

Moderselskabsdefinitionen i selskabslovens § 211 omfatter ikke alene direkte moderselskaber men også indirekte moderselskaber – såsom moderselskabers moderselskab og så fremdeles. Mellemliggende udenlandske moderselskaber, der ikke opfylder ovenstående betingelser, forhindrer ikke, at trindhøjere liggende selskaber kan modtage moderselskabslån.¹⁵⁶

Endvidere fastslår bekendtgørelsen, at moderselskabet skal være et aktieselskab, partnerselskab, anpartsselskab eller selskab med tilsvarende retsform. Ved tilsvarende retsform forstås selskaber, der er omfattet af 1. selskabsdirektiv¹⁵⁷. I tilfælde hvor det udenlandske moderselskab ikke er omfattet af 1. selskabsdirektiv – eksempelvis et amerikansk selskab – vil bedømmelsen tage udgangspunkt i om selskabsformen (1) har begrænset hæftelse, (2) stiller krav til selskabskapital, (3) har kapitalejere i selskabet, (4) giver kapitalejerne indflydelse i forhold til ligeretsgrundsætningen efter selskabslovens § 45.¹⁵⁸

Det skal nævnes, at udlån til modervirksomheder, der er kommanditselskaber, interessentskaber, andelsselskaber med begrænset ansvar, erhvervsdrivende fonde m.v. tillades fortsat ikke, desuagtet om moderselskaber er hjemmehørende i Danmark eller ej.

3.3.3 Forholdet mellem selskabslovens §§ 210, stk. 2 og 211

Selskabslovens §§ 210, stk. 2 og 211 indeholder begge en fremgangsmåde, der lovliggør kapitalejrlån. I det følgende vil samspillet mellem bestemmelserne blive behandlet, idet reglerne i selskabslovens § 210, stk. 2 ikke stiller samme krav som selskabslovens § 211.¹⁵⁹

Såfremt et moderselskab ikke opfylder definitionen i selskabslovens § 5, nr. 21 eller er hjemmehørende i et land, som ikke er omfattet af moderselskabsbetænkningen¹⁶⁰, forhindrer det ikke, at der kan ydes kapitalejrlån efter selskabslovens § 210, stk. 2.

Generelt kan det anføres, at betingelserne i selskabslovens § 210, stk. 2 er *strengere* end selskabslovens § 211, eftersom adgangen er videre i sidstnævnte bestemmelse. Såfremt et selskab kan opfylde betingelserne i selskabslovens § 210, stk. 2, vil dette være at foretrække, da ledelsen i højere grad er på den sikre side.¹⁶¹

¹⁵⁴ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 321.

¹⁵⁵ Niels Bang: RR 2017.1.

¹⁵⁶ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014 s. 814.

¹⁵⁷ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 829.

¹⁵⁸ Lars Bunch og Henrik Steffensen m. fl: Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 327.

¹⁵⁹ Niels Bang: RR 2017.43, s. 4.

¹⁶⁰ Det vil sige, når selskabet *ikke* har hjemsted i et EU-land, et EØS-land, Schweiz, Australien, Canada, Hong Kong, Japan, Sydkorea, New Zealand, Singapore, Taiwan eller USA.

¹⁶¹ Niels Bang: RR 2017.43, s. 1.

Niels Bang anfører, at det er en fordel ved anvendelse af selskabslovens § 210, stk. 2 er, at forsvarlighedskravet til dels er reguleret i selskabslovens § 210, stk. 2, nr. 1, idet den økonomiske bistand skal kunne rummes inden for selskabets frie reserver og ydes på sædvanlige markedsvilkår.¹⁶² Til dette kan dog indvendes, at lånet i selskabslovens §§ 211 og 212 også skal være ydet forsvarligt i overensstemmelse med selskabslovens kapitel 7. Det må dog medgives, at når selskabslovens § 210, stk. 2 i sin ordlyd eksplicit angiver betingelserne for kapitalejrlån, har långiver bedre mulighed for at sikre sig, at dispositionen er i overensstemmelse med loven og således ikke udløser et civilretligt og/eller strafferetligt ansvar.¹⁶³

I selskabslovens § 211 stilles der ikke krav om, at der skal bindes et beløb svarende til den samlede økonomiske bistand på reserve for udlån, jf. årsregnskabslovens § 35 a.¹⁶⁴ Bestemmelsen giver således ikke fleksibilitet til, at en hæftelse automatisk kan forhøjes, hvis de frie reserver efterfølgende stiger. I en situation, hvor selskabet ikke har frie reserver til at yde et lån, vil selskabet kunne foretage et lovligt kapitalejrlån med henvisning til selskabslovens §§ 211 eller 212. I den sammenhæng vil grænsen for lånet ved selskabslovens § 211 i praksis være *“den til enhver tid værende egenkapital”*, således at selskabet ikke er begrænset til de frie reserver. Dog skal det bemærkes, at lånet skal iagttage kravet om forsvarlighed og ydes i selskabets interesse, hvilket selskabets ledelse er ansvarlig for.¹⁶⁵

En forudsætning for, at selskabet kan identificere sine frie reserver, er, at selskabet har aflagt sin første årsrapport. Det følger af selskabslovens § 210, stk. 2, nr. 3, at selskabet først kan yde kapitalejrlån, når selskabet har aflagt sin første årsrapport. Selskabet har således ikke mulighed for at yde kapitalejrlån det første år ved iagttagelse af selskabslovens § 210, stk. 2, hvilket er muligt efter selskabslovens §§ 211 og 212.

Sluttelig skal det tilføjes, at selskabslovens § 211 ikke stiller krav om generalforsamlingens involvering. Dette har dog sjældent stor betydning i relation til koncernlån, da koncernselskaberne ofte er 100 procent ejede.¹⁶⁶

3.4 Selskabslovens § 212

3.4.1 Indhold

Efter bestemmelsen i selskabslovens § 212 kan et kapitalselskab yde den økonomiske bistand – uanset at betingelserne i selskabslovens § 210, stk. 2 ikke er opfyldte – såfremt det kan karakteriseres som værende en *sædvanlig forretningsmæssig disposition*.¹⁶⁷ Bestemmelsen i selskabslovens § 212 har følgende ordlyd:

“Uanset at betingelserne i § 210, stk. 2, ikke er opfyldt, kan et kapitalselskab som led i en sædvanlig forretningsmæssig disposition direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for personkredsen, der er nævnt i § 210.”

¹⁶² Niels Bang: RR 2017.43, s. 6

¹⁶³ Niels Bang: RR 2017.43, s. 6.

¹⁶⁴ Niels Bang: RR 2017.43, s. 6.

¹⁶⁵ Henrik Steffensen og Lars Bunch m.fl.: Transaktioner i selskaber, 1.udgave, 2014, s. 329.

¹⁶⁶ Niels Bang: RR 2017.43, s. 6.

¹⁶⁷ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 32.

Ifølge bemærkningerne til selskabslovens § 212 er udtrykket “*sædvanlig forretningsmæssig disposition*” et fleksibelt og dynamisk begreb, der vil kunne ændre sig over tid.¹⁶⁸ Denne type transaktion kræver ikke generalforsamlingsgodkendelse mv., men skal udelukkende være foretaget “*som led i en sædvanlig forretningsmæssige disposition*”.¹⁶⁹

Et afgørende parameter ved bedømmelsen af, om en disposition kan karakteriseres som værende sædvanlig, er, om selskabet har indgået tilsvarende transaktioner med uafhængige parter. Med andre ord skal transaktionen have erhvervmæssig betydning for selskabet, og vilkårene skal tillige være fastsat efter sædvanlige forretningsmæssige principper. Det er afgørende, at vilkårene for dispositionen er fastsat ud fra almindelige markedsvilkår, således at denne ikke krænker andre aktionærer eller selskabets kreditorer. Såfremt selskabet er tilbøjeligt til at foretage lignende transaktioner med uafhængige tredjemænd, kan dispositionen anses for værende en sædvanlig forretningsmæssig disposition omfattet af selskabslovens § 212, selvom den pågældende er kapitalejer eller ledelsesmedlem i selskabet.¹⁷⁰

Som det vil blive præsenteret i det følgende, opstiller Erhvervsstyrelsen en række betingelser for cash pool-ordningers lovlighed efter selskabslovens § 212.

3.4.2 Hjemmelsproblematik

Som nævnt ovenfor i afsnit 2.4 fandt Moderniseringsudvalget, at Erhvervsstyrelsens administrative praksis var hensigtsmæssig ved bedømmelsen af cash pool-ordningers lovlighed.¹⁷¹ Når Erhvervsstyrelsen foretager denne vurdering, tager styrelsen udgangspunkt følgende fire kriterier¹⁷²: (1) cash pool-ordningen skal være almindelig indenfor såvel koncernen som branchen, (2) fordelene skal overstige den risiko, som selskabet påtager sig, (3) formålet må ikke være omgåelse af selskabsloven og (4) dispositionen skal være forsvarlig.¹⁷³ Disse vil blive behandlet nedenfor i afsnit 3.4.3.1-3.4.3.4.

Et spørgsmål, der trænger sig på i forbindelse med den nedenfor beskrevne praksis, er, Erhvervsstyrelsens hjemmelsgrundlag for den generelle opstilling af disse fire kriterier som betingelser for lovligheden af cash pool-ordninger. Som forvaltningsmyndighed er Erhvervsstyrelsen underlagt et hjemmelskrav, hvorefter styrelsens afgørelser skal have hjemmel i lov.¹⁷⁴ Dette hjemmelskrav udspringer af legalitetsprincippet, jf. grundlovens § 3.¹⁷⁵

Erhvervsstyrelsen er en forvaltningsmyndighed, som beskæftiger sig med et retsområde, der både har offentligtretlige og privatretlige elementer. Cash pool-ordninger benyttes i mange tilfælde af store, internationale, kommercielle koncerner. Styrelsens praksis får således en afgørende betydning for hvilke krav, der stilles til danske selskabers deltagelse i sådanne internationale sammenslutninger.

¹⁶⁸ Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 573 samt Bernhard Gomard og Peer Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber og Erhvervsdrivende fonde, 8. udgave, 2015, s. 474.

¹⁶⁹ Erik Werlauff: Selskabsret, 9 udgave, 2013, s. 319 samt Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: NTS 2002:4, s. 453.

¹⁷⁰ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 831.

¹⁷¹ Betænkning nr. 1498/2008, s. 509 f.

¹⁷² Karsten Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 1. udgave, 2015, s. 303.

¹⁷³ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 818 ff.

¹⁷⁴ Sten Bønsing: Almindelig forvaltningsret, 3. udgave, 2013, s. 283.

¹⁷⁵ Karsten Revsbech m. fl: Forvaltningsret – Almindelige emner, 6. udgave, 2016, s. 150.

I nogle tilfælde vil Erhvervsstyrelsens kompetence bero på en klar lovhjemmel til at udstede bekendtgørelser. Eksempelvis fremgår det af selskabslovens § 211, stk. 2, at:

“Erhvervsstyrelsen fastsætter nærmere regler om, hvilke udenlandske moderselskaber der er omfattet af stk. 1.”

Som omtalt ovenfor har Erhvervsstyrelsen med hjemmel i denne bestemmelse udstedt en bekendtgørelse, der definerer, hvilke udenlandske moderselskaber der er omfattet. Dog har Erhvervsstyrelsens praksis i relation til selskabslovens § 212 ikke tilsvarende lovhjemmel, da kriterierne ikke udtrykkeligt fremgår af loven.

Det er umiddelbart vanskeligt at vurdere, hvad der præcist ligger i begreberne *“sædvanlige og forretningsmæssige”*, og en fortolkning bliver herefter uundgåelig. Ved fortolkning af retsregler, hvor ordlyden ikke giver klare retningslinjer, kan lovens forarbejder anvendes som fortolkningsbidrag. Forarbejderne består blandt andet af betænkninger, bemærkninger, lovforslag, som tillægges vægt ved fortolkningen af navnlig vagere bestemmelser.¹⁷⁶

Som beskrevet i afsnit 2.4 overvejede Moderniseringsudvalget, hvorvidt cash pool-ordninger skulle reguleres særskilt i selskabsloven. Udvalget udtalte i den forbindelse følgende:

“Efter udvalgets opfattelse vil det ikke være hensigtsmæssigt at foretage en særlig regulering af cash pool-ordninger. Cash pool-ordninger egner sig efter udvalgets opfattelse ikke til lovregulering. Udvalget finder Erhvervsstyrelsens nuværende administrative praksis hensigtsmæssig.”¹⁷⁷

Med andre ord tiltræder udvalget de af Erhvervsstyrelsen opstillede kriterier. Udvalget udtalelser i betænkningen har dog ikke har samme vægt som lovens ordlyd, således at Erhvervsstyrelsens praksis havde stået stærkere, hvis betingelserne var kodificeret direkte i loven.

Når Erhvervsstyrelsens praksis har støtte i lovens forarbejder, er det mest nærliggende at konkludere, at denne ikke giver anledning til en hjemmelsproblematik. Retspolitisk kan det dog undre, at en dansk forvaltningsmyndighed skal sætter rammerne for, hvordan kommercielle internationale koncerner skal indrette sig i et cash pool-arrangement, som reguleres af lovregler, der har et andet primært sigte. I det tilfælde hvor Erhvervsstyrelsens betingelser er udtryk for selskabslovens almindelige regler, er der ikke noget hjemmelsproblem. Det bliver imidlertid mere betænkeligt, hvis styrelsens kriterier går ud over, hvad der følger af selskabsloven. Den følgende gennemgang af styrelsens kriterier og udtalelser vil have denne hjemmelsproblematik for øje.

3.4.3 Erhvervsstyrelsens betingelser

3.4.3.1 Almindelig indenfor såvel koncernen som branchen

For det første skal cash pool-ordninger være almindelige inden for såvel den pågældende koncern som branchen, koncernen indgår i.

¹⁷⁶ Karsten Revsbech m. fl.: Forvaltningsret – Almindelige emner, 6. udgave, 2016, s. 153.

¹⁷⁷ Betænkning nr. 1498/2008, s. 508.

Henrik Kure anfører, at denne betingelse ikke er uproblematisk og tilmed har et restriktivt indhold. Det virker ubegrundet og unødvendigt at opstille et krav om almindelighed inden for både koncernen og branchen. For så vidt angår kravet om sædvanlighed indenfor en given branche, vil konsekvensen heraf være, at koncerner, som er de første indenfor branchen, ikke vil kunne opfylde kriteriet, da dette i sagens natur ikke er sædvanligt endnu. Dermed vil koncernen ikke kunne etablere en cash pool-ordning.¹⁷⁸

Ligeledes virker det ikke oplagt at opstille et krav om, at ordningen skal være sædvanlig inden for koncernen.¹⁷⁹ Kravets oprindelse skal formentlig findes i forarbejderne til selskabslovens § 210's forgænger – aktieselskabslovens § 115, stk. 1. – eftersom forbuddet mod kapitalejerlån ikke var gældende ved dispositioner, der var erhvervsmæssigt begrundet og sædvanlige for både selskabet og inden for branchen i almindelighed.¹⁸⁰

Særligt henset til cash pool-ordningers relativt nye udbredelse og popularitet – gennem de seneste 15 år – som likviditetsstyringsredskab inden for koncernforbundne selskaber, synes denne betingelse ikke at være velbegrundet.¹⁸¹ Med andre ord udelukkes koncerner og/eller brancher, hvor cash pool-ordninger endnu ikke er udbredte.

På baggrund af ovenstående har det flere holdepunkter for sig – som anført af Niels Bang – at lægge vægt på koncernens størrelse, struktur og forretningsmæssige aktiviteter, når det skal vurderes, om det samlet set må anses for sædvanlig og velbegrundet at oprettet en cash pool.¹⁸² Denne vurdering synes mere pragmatisk end Erhvervsstyrelsens.

Jan Schans Christensen tilslutter sig dette synspunkt.¹⁸³ Han anfører, at cash pool-ordninger alene kan være en sædvanlig forretningsmæssig disposition, såfremt ordningen er forretningsmæssigt begrundet. Ved bedømmelsen af om ordningen anses for værende sædvanlig, kan praksis i udlandet med fordel inddrages til belysning heraf, særligt når koncernen har et internationalt aspekt.¹⁸⁴

Som beskrevet ovenfor er denne betingelse ikke uproblematisk, idet lovligheden af en cash pool-ordning betinger sig af, at denne er sædvanlig inden for både pågældende branche og koncern. Dette kan *ikke* siges at være et almindelig selskabsretligt princip, og lovhjemlen til dette kriterium er derfor vanskeligt at finde.

3.4.3.2 Fordelene skal overstige den risiko, som selskabet påtager sig

Ifølge denne betingelse skal selskabets deltagelse i cash pool-ordningen indebære fordele for selskabet, som overstiger den risiko, som selskabet påtager sig ved at indgå i ordningen.¹⁸⁵ Der skal være tale om en forretningsmæssigt begrundet disposition, og ordningen må for eksempel ikke medføre, at der sker ensidig kontantstrøm til kapitalejeren.

Jan Schans Christensen anfører – i overensstemmelse med Erhvervsstyrelsens praksis – at der tillige bør foretages en rimelig afvejning af fordele og risici ved den pågældende cash pool-ordning. Såfremt

¹⁷⁸ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 406. Se også Niels Bang: RR 2.201.43, s. 3.

¹⁷⁹ Folketingstidende 1981-82, Tillæg A, sp. 2885.

¹⁸⁰ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 406.

¹⁸¹ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 815.

¹⁸² Niels Bang: Aktionærlån i praksis, NTS 2004.444, s. 456.

¹⁸³ Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 574.

¹⁸⁴ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, 4. udgave, 2014, s. 417.

¹⁸⁵ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 2017, 13. udgave, 289.

ordningen rummer urimelige risici eller klart diskriminerer selskabet i forhold til andre koncernselskaber, opfyldes denne betingelse næppe.¹⁸⁶

Henrik Kure påpeger i den forbindelse, at betingelsen udelukkende er udtryk for, at ledelsen i selskabet, der overvejer at tilslutte sig cash pool-ordningen, skal overholde de i forvejen gældende selskabsretlige pligter, herunder selskabets interesse, forsvarlighedskravet etc.¹⁸⁷

Betingelsen er således udtryk for et krav om, at dispositionen skal være i selskabets interesse. Imidlertid fremgår dette ikke af ordlyden i selskabslovens bestemmelser om kapitalejerlån, men der kan hentes inspiration i reglerne om selvfinansiering. Det fremgår af selskabslovens § 207, stk. 1, nr. 2, at det skal være i selskabets interesse at gennemføre den pågældende disposition. Selskabets ledelse risikerer at ifalde ansvar, hvis selskabets interesser tilsidesættes.

Ifølge Henrik Kure bidrager det lovbestemte krav om varetagelse af selskabets interesse, jf. selskabslovens § 207, stk. 1, nr. 2, ikke yderligere til, hvad der allerede gælder på ulovbestemt grundlag, når ledelsen agerer på selskabets vegne. Dog kan det have et pædagogisk formål, når det fremgår direkte af lovens ordlyd.¹⁸⁸

Som et eksempel på de ulovbestemte pligter, som gælder, kan fremhæves den såkaldte corporate benefit-doktrin. Det følger heraf, at ledelsen skal handle i selskabets interesse, når den foretager dispositioner på vegne af selskabet. Doktrinen søger at beskytte kapitalejerne og kreditorerne i selskabet mod ledelsens misbrug af selskabets midler. På den baggrund medfører overtrædelse som udgangspunkt, at ledelsen kan ifalde erstatningsansvar. Imidlertid er corporate benefit-doktrinen endnu ikke dybdegående implementeret i dansk ret, og det er endnu uafklaret, hvad der skal forstås ved "selskabets interesse".¹⁸⁹ Dette er dybdegående behandlet nedenfor i afsnit 3.4.5.

3.4.3.3 Formålet må ikke være omgåelse af selskabsloven

Erhvervsstyrelsen stiller som tredje betingelse, at formålet med cash pool-ordningen ikke må være at omgå selskabslovens § 210, stk. 1.

Kriteriet har blandt andet til formål at undgå, at selskabslovens § 210, stk. 2 omgås via et søsterselskab. Selskabslovens § 210 omfatter nemlig ikke søsterselskaber¹⁹⁰. Så hvis et selskab låner til sit søsterselskab, som videreudlåner til långivers moderselskab med det formål at omgå kapitalejerlånsreglerne, vil dette naturligvis være ulovligt som omgåelse.¹⁹¹

Til at belyse problemstillingen vedrørende omgåelse, kan Erhvervsstyrelsens udtalelse af 24. maj 2011 med fordel inddrages. Sagen drejede sig om et lån til et moderselskab på Bahamas. Bahamas er ikke omfattet af moderselskabsbekendtgørelsen beskrevet ovenfor i afsnit 3.3.2, hvorefter et dansk datterselskab ikke kan yde et lån efter selskabslovens § 211. I den konkrete sag var lånet ikke ydet af det danske selskab, men derimod det danske selskabs helejede svenske datterselskab.¹⁹²

¹⁸⁶ Jan Schans Christensen: *Kapitalselskaber*, 4. udgave, 2014, s. 417.

¹⁸⁷ Henrik Kure: *Finansieringsret*, 1. udgave, 2015, s. 407.

¹⁸⁸ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 2.

¹⁸⁹ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 2.

¹⁹⁰ Jan Schans Christensen: *Selskabsloven med kommentarer*, 1. udgave, 2012, s. 568.

¹⁹¹ Henrik Kure: *Finansieringsret*, 1. udgave, 2015, s. 401, Lars Bunch og Ida Rosenberg: *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 814 ff. samt Henrik Steffensen og Lars Bunch m.fl.: *Transaktioner i selskaber*, 1. udgave, 2014, s. 319 ff.

¹⁹² Lars Bunch og Ida Rosenberg: *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 803.

Svensk lovgivning var ikke til hinder for, at et svensk selskab kunne yde et lån til selskabet på Bahamas. Erhvervsstyrelsens opfattelse var imidlertid, at lånet indirekte var ydet det danske selskab, idet lånet kom fra et helejet svensk datterselskab. Det svenske datterselskab var netop underlagt det danske selskabs kontrol, da det danske selskab kunne udpege ledelsen i det svenske selskab og i øvrigt fastsætter overordnede rammer via generalforsamlingen.¹⁹³ Af denne grund skulle lånet overholde selskabslovens regler om lån til kapitalejere. Erhvervsstyrelsen udtalte, at:

“[...] det danske selskabs ledelse må gøre sin indflydelse gældende i relation til det udenlandske datterselskab og derved sikre, at det udenlandske datterselskab ikke foretager dispositioner, der strider mod den danske selskabslovgivning.”¹⁹⁴

Endvidere vurderede styrelsen i sagen, at lånet var ydet på grund af modtagerens indirekte bestemmende indflydelse på det svenske selskab, hvilket pegede i retning af omgåelse:

“Erhvervsstyrelsens opfattelse skal også ses i sammenhæng med, at en anden tilgang til lån ydet af udenlandske datterselskaber vil medføre, at aktionærlånsforbuddet i praksis vil være uden praktisk relevans, da det i praksis vil være muligt at omgå låneforbuddet via et udenlandsk datterselskab.”¹⁹⁵

Med andre ord havde Erhvervsstyrelsen til hensigt at lukke helt af for konstruktioner, hvor udenlandske datterselskaber *kunne* anvendes til at omgå forbuddet i selskabslovens § 210. Henrik Kure er kritisk over for denne argumentation, idet den danske selskabslovgivning ikke finder anvendelse på udenlandske selskaber. Ledelsen i et dansk moderselskab har ikke nogen almindelig pligt til at overvåge enkelt-dispositioner foretaget af et udenlandsk datterselskab, såsom hvorvidt datterselskabet yder lån, som det danske moderselskab ikke selv kunne yde.¹⁹⁶

Det kan virke vidtgående, at styrelsen helt generelt anser sådanne situationer for omgåelse af selskabslovens § 210. Derved synes Erhvervsstyrelsen at anvende omgåelsesbegrebet for *generelt*. Det forhold, at koncernstrukturen med udenlandske datterselskaber i nogle tilfælde kan være udtryk for omgåelse af låneforbuddet, betyder ikke, at dette altid vil være tilfældet. Der kan foreligge situationer, hvor der hersker legitime hensyn bag sådanne strukturer. I den forbindelse må det afgørende være, at Erhvervsstyrelsen i de enkelte tilfælde foretager en *konkret* vurdering.

I relation til hjemmelsproblematikken i afsnit 3.4.2 synes Erhvervsstyrelsens kriterium om, at formålet med dispositionen ikke må være omgåelse, ikke at give anledning til hjemmelsproblemer. Derimod antages det, at Erhvervsstyrelsens udtalelse af 24. maj 2011 er for kategorisk, idet omgåelse ikke kan statueres uden en konkret vurdering i den enkelte situation.

3.4.3.4 Forsvarlig disposition

Som den fjerde og sidste betingelse har styrelsen udtalt, at selskabets deltagelse i et cash pool arrangement skal kunne betragtes som en forsvarlig disposition.¹⁹⁷

¹⁹³ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 803.

¹⁹⁴ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 803.

¹⁹⁵ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 803.

¹⁹⁶ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 398.

¹⁹⁷ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, 4. udgave, 2014, s. 417.

Henrik Kure anfører – ligesom ved den anden betingelse – at denne forpligtelse allerede gælder for selskabets ledelse efter de almindelige selskabsretlige regler, herunder selskabslovens §§ 115, stk. 1, nr. 5, 116, stk. 1, nr. 5 og 118, stk. 1 og 2. De nævnte bestemmelser indeholder samme krav om forsvarlighed, men knytter sig til henholdsvis bestyrelse, tilsynsråd og direktion. Herefter skal ledelsen i det selskab, der overvejer at tiltræde en cash pool-ordning, sikre sig, at det er forsvarligt.¹⁹⁸ Se nærmere herom under afsnit 3.4.6 om forsvarlighedskravet.

Det bemærkes, at der gælder en række generelle selskabsretlige pligter, som altid skal iagttages, før dispositioner kan anses for værende lovlige. Reglerne tjener til at beskytte selskabets kreditorer og eventuelle kapitalejere med minoritetsposter. Ledelsen i et långivende selskab har derfor ansvaret for, at dispositionen kun foretages, såfremt det er forsvarligt hvad angår kreditrisiko, afkast og øvrige vilkår. Såfremt disse regler ikke overholdes, kan ledelsen ifalde erstatningsansvar efter selskabslovens § 361.¹⁹⁹

Ved vurderingen af, om den pågældende disposition er forsvarlig, skal der sondres mellem de forskellige cash pool-ordninger. Ved *notional cash pooling* vil dispositionen ofte være forsvarlig, eftersom der ikke foretages en faktisk sammenblanding af midler mellem koncernselskaberne.

Anderledes forholder det sig ved *single legal account*, hvor ledelsen skal være mere opmærksom på kravet om forsvarlighed. I disse tilfælde sker der en overførsel af midler mellem flere af selskaberne i koncernen, hvorfor der må foretages en vurdering af selskabernes solidaritet. Der henvises til afsnit 3.4.6, hvor kravet om forsvarlighed behandles dybdegående.

Dette kriterium synes at være i overensstemmelse med, hvad der følger af den almindelige selskabslovgivning, hvorfor dette ikke giver anledning til hjemmelsproblemer, jf. afsnit 3.4.2.

3.4.4 Udtalelser fra Erhvervsstyrelsen

3.4.4.1 Pensionskasse som topkonthaver – Erhvervsstyrelsens udtalelse af 15. februar 2011²⁰⁰

I det følgende skal det undersøges i hvilket omfang finansielle virksomheder²⁰¹ – såsom pengeinstitutter og pensionskasser – kan etablere cash pool-ordninger, og hvilke hensyn Erhvervsstyrelsen til lægger betydning.

Erhvervsstyrelsens udtalelse af 15. februar 2011²⁰² omhandlede et cash pool arrangement, hvor Juristernes og Økonomernes Pensionskasse, JØP, indgik som topkonthaver. Ordningen var indrettet således, at såvel topkonto som detailkonti var almindelige bankkonti, og indsættelser på detailkonti blev overført simultant til topkontoen. Ligeledes blev hævnninger på detailkonti udlignet ved overførsler fra topkontoen, således at saldoen på detailkontiene altid var en 0-saldo. Som beskrevet ovenfor under

¹⁹⁸ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 407. Se også Niels Bang: RR 2.2017.43, som anfører, at kravet bygger på reglerne om forsvarlig ledelse.

¹⁹⁹ Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 568.

²⁰⁰ Ved en anmodning om aktindsigt, som undtagelsesvis er blevet imødekommet hos Erhvervsstyrelsen, har forfatterne fået adgang styrelsens udtalelse af 15. februar 2011 vedrørende en pensionskasses etablering af et cash pool arrangement.

²⁰¹ Erhvervsstyrelsen har i udtalelse af 31. oktober 2012 tillige taget stilling til, om en *selvejende institution* kan deltage i en cash pool-ordning. Dette spørgsmål blev besvaret bekræftende. Udtalelsen er beskrevet i Henrik Steffensen og Lars Bunch m. fl.: Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 363.

²⁰² Udtalelsen er kort beskrevet i Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 820 ff.

afsnit 2.2.3 kan en sådan ordning karakteriseres som værende en *zero-balancing cash pooling*. JØP ejede 100 procent – direkte eller indirekte – en række ejendomsselskaber. Pensionskassen havde bestemmende indflydelse over samtlige aktieselskaber, som indgik i cash pool-ordningen.

Indledningsvis blev det slået fast, at JØP som pensionskasse ikke ansås som et moderselskab, jf. definitionen på moderselskaber i selskabslovens § 5, nr. 21, hvorfor selskabslovens § 211 ikke fandt anvendelse. På den baggrund ville det som udgangspunkt være i strid med dagældende selskabslovs § 210, stk. 1, såfremt aktieselskaberne deltog i en cash pool-ordning med JØP, og der enten blev indskudt midler eller hæftet for træk på cash poolen. Undtagelsen hertil skulle findes i selskabslovens § 212, hvis selskabernes deltagelse i ordningen kunne betragtes som sædvanlige og forretningsmæssige dispositioner.

JØP drev en del af sin sædvanlige investeringsvirksomhed gennem aktieselskaberne. Styrelsen understregede, at erhvervsdrivende fonde og andelsselskaber ikke kan anses som værende moderselskaber, men derimod må opfylde de fire betingelser som beskrevet ovenfor under afsnit 3.4.3. Såfremt disse betingelser var opfyldt, kan aktieselskaberne lovligt indgå i cash pool-ordningen med pensionskassen.

Erhvervsstyrelsen udtalte, at det vil være op til ledelsen i de deltagende selskaber at vurdere – i overensstemmelse med selskabslovens regler om aktionærlån – hvorvidt betingelserne var opfyldt.

I bedømmelsen understregede styrelsen, at pensionskassens aktivitet blev udøvet dels direkte og dels gennem datterselskaberne. Cash pool arrangementet medførte en likviditetsstyring af koncernens samlede aktivitet, hvilket pegede i retning af, at denne var forretningsmæssigt begrundet. Det medførte flere fordele end risici for koncernen at indgå i den pågældende cash pool-ordning, som sikrede en højere grad af kontrol og styring.

Udtalelsen illustrerer, at pensionskasser, pengeinstitutter og erhvervsdrivende fonde kan indgå i cash pool-ordninger, såfremt de af Erhvervsstyrelsens opstillede betingelser er opfyldt. Som bekendt afhænger det af de konkrete omstændigheder, hvorvidt koncernens deltagelse i et cash pool arrangement kan henføres under sædvanlige, forretningsmæssige dispositioner, jf. selskabslovens § 212.

3.4.4.2 Udenlandsk moderselskab – Erhvervsstyrelsens udtalelse af 11. januar 2013²⁰³

Ved vurderingen af om udenlandske moderselskaber kan deltage i cash pool-ordninger, kan Erhvervsstyrelsens udtalelse af 11. januar 2013 med fordel inddrages.

Et chilensk moderselskab havde datterselskaber i en række lande, herunder Danmark. Det danske datterselskab var moderselskab for en række ind- og udenlandske selskaber i koncernen.

Formålet med cash pool-ordningen var blandt andet at forbedre selskabets investeringsmuligheder med henblik på at kunne skabe et højere afkast i selskabernes kapitalanbringelser. Kontohaveren var et selskab fra Panama, der var søsterselskab til det danske selskab.²⁰⁴ Ordningen var etableret og administreret af en af koncernens bankforbindelser og skulle struktureres således, at der på daglig

²⁰³ Ved en anmodning om aktindsigt, som undtagelsesvis er blevet imødekommet hos Erhvervsstyrelsen, har forfatterne fået adgang styrelsens udtalelse af 11. januar 2013 vedrørende et udenlandsk moderselskabs deltagelse i et cash pool arrangement.

²⁰⁴ Udtalelsen er tillige beskrevet i Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 826 ff.

basis overførtes overskudslikviditet fra de deltagende selskaber til hovedkontoen. Hver tredje måned fik de deltagende selskaber deres likviditetsbalance retur, hvorefter de igen betalte deres overskud til hovedkontoen. Der var altså tale om en *zero-balancing cash pooling*. Der blev løbende ført en oversigt over hvert deltagende selskabs balance i ordningen.

Ordningen var herudover konstrueret således, at de deltagende selskaber modtog forholdsmæssigt samme afkast i forhold til de midler, de havde tilført ordningen i den givne periode. Selskaberne hæftede alene over for banken med deres indskud, og hæftede således ikke for hinandens forpligtelser eller for moderselskabets forpligtelser.

Erhvervsstyrelsen udtalte først og fremmest, at såfremt de danske selskaber deltog i en cash pool-ordning og enten indskød midler eller hæftede for træk, ville det som udgangspunkt være en overtrædelse af selskabslovens § 210, stk. 1. Det udenlandske selskab var ikke omfattet af bekendtgørelse nr. 275 af 25. marts 2010 om lån m.v. til udenlandske moderselskaber.

I sagen havde Erhvervsstyrelsen ikke konkrete oplysninger til at foretage en vurdering af de opstillede betingelser, hvilket var overladt til selskabets ledelse.

Som bekendt skal selskabets deltagelse i cash pool-ordningen indebære flere fordele end risici. Som beskrevet i afsnit 2.3 vil bankerne i nogle tilfælde betinge sig en krydshæftelse mellem de deltagende selskaber, hvilket vil være mere forpligtende og indgribende for selskabet. At selskaberne i nærværende udtalelse alene hæfter med deres indskud peger i retning af, at fordelene overstiger risici ved oprettelsen af cash pool-ordningen. Ud fra de konkrete oplysninger i sagen, er det dog vanskeligt at udtale sig om, hvorvidt ordningen er en sædvanlige forretningsmæssig disposition.

3.4.4.3 A.M.B.A – Erhvervsstyrelsens udtalelse af 15. marts 2011²⁰⁵

Udtalelsen bør inddrages til belysning af om selskabsformen har en betydning for cash pool-ordningers lovlighed. I sagen ønskede et andelsselskab med begrænset ansvar (herefter betegnet A) at etablere en cash pool-ordning med A som kontohaver. I arrangementet indgik yderligere en række datterselskaber som detailkontohavere. Datterselskaberne var kapital-selskaber i selskabslovens forstand.

Det fulgte, at A havde bestemmende indflydelse over de øvrige selskaber. Herudover var det oplyst, at cash pool-ordningen skulle karakteriseres som en *zero-balancing cash pooling*.

Erhvervsstyrelsen behandlede først og fremmest spørgsmålet om konsekvenserne af A's status som et andelsselskab med begrænset ansvar. Det blev her understreget, at et a.m.b.a ikke var omfattet af selskabslovens § 211. Herefter blev Erhvervsstyrelsens kriterier i relation til selskabslovens § 212 behandlet. Erhvervsstyrelsen kunne ikke konkret udtale sig om, hvorvidt ordningen var i strid med selskabslovens § 210, stk. 1.

3.4.4.4 Forskningsfond – Erhvervsstyrelsens udtalelse af 5. august 2015²⁰⁶

I sagen ønskede en forskningsfond at etablere en cash pool-ordning for fonden og dets datterselskaber.

²⁰⁵ Ved en anmodning om aktindsigt, som undtagelsesvis er blevet imødekommet hos Erhvervsstyrelsen, har forfatterne fået adgang styrelsens udtalelse af 15. marts 2011 vedrørende et andelsselskab med begrænset ansvars etablering af et cash pool arrangement.

²⁰⁶ Udtalelsen af 5. august 2015 er udtryk for materiale, som ikke er offentligt tilgængeligt, hvorfor udtalelsen ikke er behandlet i den juridiske litteratur. Materialet er fremskaffet af forfatterne ved en anmodning om aktindsigt, som undtagelsesvis er blevet imødekommet hos Erhvervsstyrelsen.

Det fremgik af sagens fakta, at der var tale om en *zero-balancing cash pooling*, hvor der blev etableret en facilitetskonto med fonden som facilitetskontoehaver, mens der samtidig blev etableret individuelle detailkonti for datterselskaberne. Koncernens likviditet blev løbende samlet på facilitetskontoen. Alle selskaberne havde adgang til at trække på kontoen. Dog var der fastsat et kreditmaksimum for hvert enkelt datterselskab under hensyntagen til det løbende likviditetsbehov. Ordningen var etableret med henblik på at skabe en samlet og mere effektiv likviditetsstyring til fordel for hele koncernen, herunder en optimering af renteindtægter og en reducere renteudgifterne.

Erhvervsstyrelsen understregede indledningsvis, at fonden ikke kunne gøre brug af selskabslovens § 211, idet fonden ikke var et moderselskab efter lovens forstand, jf. nærmere i afsnit 3.3.2. Erhvervsstyrelsen konkluderede, at cash pool arrangementet var lovligt under henvisning til de af Erhvervsstyrelsens opstillede betingelser.

Styrelsen lagde i den forbindelse særlig vægt på, at fonden havde bestemmende indflydelse i de datterselskaber, som deltog i ordningen.

Herudover var det et afgørende moment, at det primært var fondens datterselskaber, der løbende havde behov for at trække på koncernens samlede overskudslikviditet. Begrundelsen herfor var, at cash pool-ordninger selvsagt ikke giver problemer i relation til kapitalejerlån, når det er datterselskaber, der hæver på kontoen.

Erhvervsstyrelsen lagde tillige vægt på fondens solide økonomiske stilling, der i sidste ende medførte, at et potentielt lån til moderselskabet ville være forsvarligt. Disse momenter resulterede i, at ordningen gav flere fordele end risici for datterselskaberne.

3.4.4.5 Opsamling

Som beskrevet ovenfor vil der i henhold til Erhvervsstyrelsens praksis være tale om en lovlig cash pool-ordning, såfremt styrelsens kriterium 1, 2 og 4 kan besvares bekræftende. For en god ordens skyld skal det nævnes, at de ældre udtalelser fra Erhvervsstyrelsen vedrører aktieselskabslovens § 115, stk. 1. Dog er praksis ikke ændret ved den nye selskabslov, jf. lovbemærkningerne til selskabslovens § 211.²⁰⁷

Det skal understreges, at der altid er tale om en konkret vurdering, som typisk er ganske kompleks. Udfordringerne ved at benytte selskabslovens § 212 som hjemmel for cash pool-ordninger, der udgør økonomisk bistand, er, at der knytter sig en betydelig grad af usikkerhed til fortolkningen af bestemmelsen. Ligeledes bliver den konkrete vurdering af den enkelte cash pool-ordning meget kompliceret, og det er ofte svært at vurdere, hvorvidt ordningen anses for værende omgåelse.²⁰⁸

3.4.5 Selskabets interesse

Cash pool-ordninger kan give en lang række fordele for koncerner, herunder højere renteindtægter, lavere renteudgifter, og bedre likviditetsstyring. På trods heraf kan selskabets ledelsesorgan ikke tiltræde en cash pool-ordning, hvis det ikke er i selskabets interesse. Det er et krav i dansk selskabsret,

²⁰⁷ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 821.

²⁰⁸ Niels Bang: RR 2017.02.0043, s. 5-6.

at ledelsen skal handle i selskabets interesse. Begrebet *selskabets interesse* er ikke nærmere defineret i selskabsloven. I den juridiske litteratur er det omdiskuteret, hvad der forstås ved selskabets interesse og i relation til cash pool-ordninger, hvilken rolle *koncerninteressen* har.

Selskabsrettens syn på *selskabets interesse* har været skiftende gennem tiderne. Det traditionelle kontraktretlige syn på selskabets interesse er, at denne udgøres af summen af kapitalejernes interesser, eftersom de ejer selskabet.²⁰⁹ Som anført af Erik Werlauff er udviklingen i den juridiske litteratur imidlertid gået imod, at selskabets interesse omfatter flere interesser end blot kapitalejernes, nemlig et antal supplerende interesser repræsenteret af medarbejdere, kreditorer, nærsamfundet, samfundet osv.

Til støtte for Erik Werlauffs synspunkt kan henvises til en række bestemmelser – de såkaldte generalklausuler – i selskabsloven, hvor selskabet defineres som et selvstændigt interessesubjekt. Det fremgår af selskabslovens §§ 108 og 127:

“[...] på andre kapitalejeres eller kapital-selskabets bekostning”

Det følger af forarbejderne til selskabslovens § 108, at reglen ikke alene beskytter kapitalejerne, men også omfatter dispositioner, der sker på kapital-selskabets bekostning.

Heroverfor kan det anføres – som af Lars Bunch og Jan Schans Christensen²¹⁰ – at ordlyden alene skal forstås således, at generalklausulerne beskytter kapitalejernes direkte og indirekte interesse i selskabet. Med andre ord sondres der kun mellem dispositioner, som rammer enkelte kapitalejere og dispositioner, som rammer hele selskabet. Hvis denne argumentation tages til følge, kan det ikke udledes af bestemmelse-ernes ordlyd, at selskabets interesser er andre end kapitalejernes.

Thorbjørn Sofsrud er på linje hermed, når han pointerer, at begrebet – selskabets interesse – knytter sig til interessen hos det økonomiske residualsobjekt, hvorved forstås kapitalejerne eller kreditorerne (i tilfælde af selskabets konkurs).²¹¹

På trods af uenighed i den juridiske litteratur, må det antages, at selskabets interesse i hvert fald omfatter såvel kapitalejernes som kreditorernes interesse.

3.4.5.1 Særligt om koncerninteressen

I det følgende undersøges, om det anerkendes i dansk ret, at selskaber kan træffe dispositioner, der tilgodeser koncernen, men ikke umiddelbart er i det enkelte selskabets interesse.

Til belysning af problemstillingen kan SØ- og Handelsrettens dom af 7. december 2015 i sag P-52-14 med fordel inddrages. I sagen havde et selskab, Kiwi Deposit Holding A/S, stillet sikkerhed for et lån ydet af sit søsterselskab, Dansk-Europæisk Finansiering ApS. Det centrale spørgsmål var, om aftalen om sikkerhedsstillelse var gyldig i forhold til selskabslovens § 127. Spørgsmålet afhang af, om det var i selskabets interesse at stille sikkerhed for søsterselskabet.

²⁰⁹ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 31.

²¹⁰ Lars Bunch og Jan Schans Christensen: Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U 2011B.1.

²¹¹ Thorbjørn Sofsrud: Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1. udgave, 1999, s. 259. Se også Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 473.

Sø- og Handelsrettens kom frem til, at selskabets *egeninteresse* var afgørende, således at selskabslovens § 127 skulle vurderes ud fra, om dispositionen var i selskabets interesse. At der var en interesse i dispositionen fra koncernens side, var således ikke tilstrækkeligt.

Som anført af Erik Werlauff, har der i den juridiske litteratur været megen diskussion af, hvorvidt koncernselskaber kan varetage koncerninteresser, eller om de enkelte selskaber skal varetage egne interesser.²¹² Den herskende opfattelse i den juridiske litteratur er, at det enkelte selskab må sikre, at dets egne interesser er varetaget, når dispositioner foretages til fordel for andre koncernselskaber.²¹³ I lighed hermed anfører Henrik Kure, at udgangspunktet må være, at selskabets ledelse skal varetage det enkelte selskabs egne interesser.²¹⁴

Bernhard Gomard og Peer Schaumburg-Müller er kritiske over for dette synspunkt og anfører følgende:

“En opfattelse af det enkelte selskabs selvstændighed, der er kommet til udtryk hos flere forfattere, er, at hvert enkelt koncernselskab ligesom fritstående selskaber skal ledes efter dette selskabs egen interesse. En sådan opfattelse bortser helt fra fællesinteressen i koncernen, der kan og bør tages i betragtning i alle koncernens selskaber.”²¹⁵

På baggrund af Sø- og Handelsrettens udtalelse og den overvejende del af den juridiske litteratur, synes det mest nærliggende at holde fast i, at selskabets interesse må tage udgangspunkt i egeninteressen. Der er dog stadig diskussion om, hvor meget det kræver at godtgøre, at en disposition tjener selskabsinteressen.²¹⁶ I den omtalte sag skelner Sø- og Handelsretten i denne vurdering mellem dispositioner mellem moder-/datterselskaber og dispositioner mellem andre koncernselskaber. I sidstnævnte gælder der en formodning for, at dispositioner der er foretaget til fordel for andre koncernselskaber, ikke er i det pågældende selskabs interesse. Som anført af Karsten Engsig Sørensen, er det vanskeligt at vurdere om det modsatte gælder for moder-/datterselskaber, men han anfører, at dette må være tilfældet.²¹⁷

3.4.5.2 Selskabets interesse og cash pool-ordninger

I relation til cash pool-ordninger kan selskabets interesse efter omstændighederne bestå i, at selskabet får adgang til at låne midler fra koncernkontoen, således at forpligtelsen til at stille overskudslikviditet til rådighed modsvares af en trækingsret. Koncernen opnår herved en rentekompensation. Interessen heri vil for nogle selskaber være højere end andre. Selskaber, der beskæftiger sig med sæsonbetonet arbejde vil eksempelvis have en øget interesse i en trækingsret i perioder, hvor likviditeten er lav modsat selskaber med en mere stabil likviditet.²¹⁸

Vurderingen af, om en disposition er i selskabets interesse, træffes af ledelsen. Ved cash pool-ordninger må selskabet derfor foretage en vurdering af, hvilke rettigheder og forpligtelser ordningen skaber. Der er i denne forbindelse eksempelvis stor forskel på en *notional cash pooling* og en *single*

²¹² Gitte Søgaard og Erik Werlauff: Koncernretten, 1. udgave, 2015, s. 86.

²¹³ Karsten Engsig Sørensen: Nybrud i koncernretten, U 2017B.29, s. 32.

²¹⁴ Henrik Kure: U2012B.139 – Kautions og sikkerhedsstillelse for koncernselskabers forpligtelser, s. 141.

²¹⁵ Bernhard Gomard og Peer Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde, 8. udgave, 2015, s. 144.

²¹⁶ Karsten Engsig Sørensen: Nybrud i koncernretten, U 2017B.29, s. 32.

²¹⁷ Karsten Engsig Sørensen: Nybrud i koncernretten, U 2017B.29, s. 32.

²¹⁸ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 407.

legal account, idet førstnævnte ikke medfører betydelige forpligtelser for selskabet. Da en *single legal account* og *zero-balancing cash pooling* er mere indgribende, vil spørgsmålet om selskabets interesse give anledning til større overvejelser.

I en situation hvor der sker en konstant pengestrøm fra et selskab i cash pool-ordningen, kan det imidlertid være vanskeligt at få øje på selskabets interesse. Dette kan dog efter omstændighederne stadig forsvares, hvis anbringelsen af overskudslikviditeten skaber andre fordele.

3.4.6 Forsvarlighedskravet og cash pool-ordninger

Som diskuteret i forbindelse med behandlingen af § 210, stk. 2, er det et krav for ledelsen i et dansk kapitalselskab at sikre, at selskabets kapitalberedskab er forsvarligt. Dette gælder naturligvis også ved ledelsens beslutning om deltagelse i en cash pool-ordning. Ledelsen skal derfor sikre, at selskabet forsvarligt kan deltage – og forblive – i ordningen. Det er her særlig relevant at se på koncernens og det enkelte selskabs økonomiske stilling.

Typisk vil selskaber i nogle perioder have positive indeståender og andre negative indeståender, hvorfor deltagelsen i cash pool-ordningen vil være hensigtsmæssig set ud fra et koncernsynspunkt. Ved *notional cash pooling* vil dispositionen ofte være forsvarlig, idet der ikke overføres midler fra selskabet. Selskaber med et positivt indestående mister imidlertid forretningen af indeståendet ved en *notional cash pool-ordning*, idet selskaber med negative indeståender får mulighed for at reducere deres renteudgifter, jf. afsnit 2.2.2 og afsnit 3.1.2.1. Henrik Kure anfører, at det under særlige omstændigheder kan være uforsvarligt at give afkald på denne forrentning.²¹⁹

Ved *egentlige cash pool-ordninger* som *single legal account* er forsvarlighedsbedømmelsen imidlertid mere problematisk. Der skal således foretages en vurdering af de andre selskabers soliditet, idet der sker en overførsel af midler fra en række selskaber, der således skal betales tilbage. I en situation, hvor et selskab i en cash pool, der har hævet på kontoen, går konkurs, kan selskaberne alene anmelde et simpelt krav i boet, der sjældent vil blive honoreret.

Ved vurderingen af spørgsmålet om forsvarlighed bliver det centralt for selskabet, at de kan få tilbagebetalt sit lån på anfordring eller i hvert fald med kort varsel. Dette gælder særlig ved ordninger, hvor alle selskaber ikke har adgang til at hæve på kontoen.²²⁰

Slutteligt er det værd at bemærke, at selskabets mulighed for at opsiges ordningen er essentielt i relation til *selskabets interesse og forsvarlighedskravet*. Betingelserne for opsigelse bliver herved et vigtigt moment i spørgsmålet om, hvorvidt ledelsen har handlet i overensstemmelse med sine forpligtelser.

3.4.7 Valget mellem selskabslovens § 210, stk. 2 og § 212

Efter lovændringen i § 210, stk. 2 kan det overvejes, om selskaberne med fordel kan iagttage selskabslovens § 210, stk. 2 eller selskabslovens § 212 for at lovliggøre sine kapitalejrlån.

²¹⁹ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 408.

²²⁰ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 409.

En fordel ved selskabslovens § 210, stk. 2 er, at lovligheden ikke betinges af, at cash pool-ordningen er sædvanlig inden for såvel den pågældende koncern som branche. Bestemmelsen opstiller alene nogle konkrete betingelser, der – i overensstemmelse med bestemmelsens formål – beskytter kreditorer og minoritetsaktionærer.

Ifølge Niels Bang²²¹ har selskabslovens § 210, stk. 2 endvidere den fordel, at bestemmelsen ikke stiller de samme krav til selskabets interesse ved långivningen, som det er tilfældet ved Erhvervsstyrelsens betingelser efter selskabslovens § 212. Som beskrevet ved Erhvervsstyrelsens praksis er der opstillet et krav om, at fordele skal overstige risici. Selskabslovens § 210, stk. 2 stiller ikke krav til en sådant positiv nyttevirkning for selskabet. Lånet vil således være lovligt, så længe dispositionen ikke krænker generalklausulerne i selskabsloven og i øvrigt sker forsvarligt og på sædvanlige markedsvilkår.

4) Selskabslovens regler om selvfinansiering

4.1 Indledning

Det følger af selskabsloven § 206, stk. 1, at et selskab ikke direkte eller indirekte må stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller dets moderselskab. Dette betegnes selvfinansieringsforbuddet.²²²

I ovenstående afsnit blev lovligheden af cash pool-ordninger i relation til selskabslovens regler om kapitalejrlån behandlet. Det følger imidlertid af selskabslovens § 210, stk. 3, at såfremt et kapital-selskab yder økonomisk bistand i form af selvfinansiering, skal betingelserne i selskabslovens §§ 206-209 være opfyldt.²²³ Reglen medfører, at der ikke gøres forskel på lån mv. ydet til personer tilhørende personkredsen i selskabslovens § 210 og lån mv. ydet til andre.²²⁴ Med andre ord er selskabslovens regler om selvfinansiering *lex specialis* i forhold til reglerne om kapitalejrlån.²²⁵

Nærværende afsnit har således til formål at undersøge forholdet mellem cash pool-ordninger og forbuddet mod selvfinansiering. Indledningsvis vil selvfinansieringsforbuddet i selskabslovens § 206 blive præsenteret. Herefter analyseres forskellige cash pool-ordninger i relation til selvfinansieringsforbuddet samt muligheden for lovliggørelse efter reglerne om lovlig selvfinansiering.

4.2 Selvfinansieringsforbuddet

Selskabslovens § 206, stk. 1 har følgende ordlyd:

“Et kapital-selskab må ikke direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab, jf. dog stk. 2 og §§ 213 og 214.”

²²¹ Niels Bang: RR 2017.02.0043, s. 6.

²²² Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, 4. udgave, 2014, s. 419.

²²³ Det er blevet anført af Henrik Kure, at formuleringen i selskabslovens § 210, stk. 3, er en anelse upræcis, eftersom der henvises til betingelserne i selskabslovens §§ 206-209. Disse bestemmelser regulerer tillige lovlig selvfinansiering, hvorfor der alene bør henvises til selskabslovens § 206, stk. 2, da kapitalejrlån i sagens natur ikke kan ydes, når lånet omfattes af selskabslovens § 206, stk. 1 (Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 150).

²²⁴ Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 570 samt Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 294 ff.

²²⁵ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 315 ff.

Bestemmelsen er videreført fra den tidligere aktieselskabslovs § 115, stk. 2 og anpartsselskabslovs § 49, stk. 2. Der blev i forbindelse med den nye selskabslov indført en undtagelse til forbuddet mod selvfinansiering, hvorefter selskabslovens § 206, stk. 2 hjemler en adgang til lovlig selvfinansiering.²²⁶ Det er således helt afgørende at skelne mellem ulovlig og lovlig selvfinansiering, eftersom retsvirkningerne af en ulovlig selvfinansiering er vidtgående. Som det følger af afsnit 2.4, vil ulovlig selvfinansiering både kunne medføre en tilbagebetalingspligt, hæftelse for ledelsesmedlemmerne og i sidste ende strafansvar.²²⁷

Reglerne om selvfinansieringsforbuddet er en del af selskabslovens kapitalbeskyttelsesregler. Hovedformålet er at beskytte kreditorer og minoritetsaktionærer mod, at selskabets kapital frit kan udbetales til selskabets aktionærer. Selskabsloven indeholder på denne måde en række særlige garantier og fremgangsmåder, som sikrer, at kreditorernes interesser iagttages, når kapital forlader selskabet.²²⁸

Det fremgår af Moderniseringsudvalgets bemærkninger til selskabsloven, at:

“Formålet med selvfinansieringsforbuddet er, at en virksomhed ikke skal deltage i finansieringen af sin egen overtagelse til ugunst for selskabets kreditorer og andre interessenter.”²²⁹

Endvidere understreger udvalget, at der skal lægges vægt på *formålet* med bestemmelsen ved bedømmelsen af, om en disposition er omfattet af forbuddet eller ej.²³⁰ Denne formålsbetragtning er et gennemgående element i nedenstående analyse om forbuddets rækkevidde. Det afgørende bliver således, om selskabet helt eller delvist har finansieret sin egen overtagelse.

Bestemmelsen omfatter både erhvervelse af kapitalandele foretaget af eksisterende kapitalejere og tredjemands erhvervelse af kapitalandele. Herudover omfattes såvel udstedte som nytegnede kapitalandele.²³¹ Begrundelsen herfor er, at det er de samme hensyn, som gør sig gældende ved henholdsvis køb og tegning.²³²

På samme måde som selskabslovens § 210, stk. 1, omfatter selskabslovens § 206, stk. 1 både det *at* stille midler til rådighed, *at* yde lån og/eller *at* stille sikkerhed. Som beskrevet i afsnit 3.1.2 vil cash pool-ordninger ofte give anledning til problemer i relation til lån, idet disse arrangementer indebærer, at der ydes lån på tværs koncernselskaberne.²³³ I afsnit 2.3 om bankens interesse er det beskrevet, hvorledes de deltagende selskaber undertiden vil hæfte – solidarisk – for koncernens gæld, hvorfor reglen om sikkerhedsstillelse også kan blive relevant. Dette vil blive behandlet nærmere nedenfor i afsnit 4.6.3.

²²⁶ Bernhard Gomard og Peer Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde, 8. udgave, 2015, s. 472.

²²⁷ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 314.

²²⁸ Se yderligere herom Paul Krüger Andersen og Karsten Engsig Sørensen: NTS 2005:3.

²²⁹ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1022.

²³⁰ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1022.

²³¹ Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 557, Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 56, Henrik Kure: U.2011B.293, s. 293 samt Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 157.

²³² Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, RR nr. 12, 2008, s. 2, samt Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 750.

²³³ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 78.

4.3 Forbuddets territoriale rækkevidde

Det er kendetegnende for koncerner, at deres cash pool-ordninger ofte er grænseoverskridende – altså involverer koncernforbundne selskaber fra flere forskellige lande. Derfor er det særligt relevant at få klarlagt, hvor langt det danske selvfinansieringsforbud rækker territorielt. *Dels* i forhold til udenlandske moderselskaber, *dels* i forhold til udenlandske datterselskaber.

Selvfinansieringsforbuddets territoriale rækkevidde har været omdiskuteret i den juridiske litteratur²³⁴ og givet anledning til tvivl i såvel retspraksis som administrativ praksis.

4.3.1 Udenlandske moderselskaber

I en situation, hvor et selskab finansierer tredjemands erhvervelse af kapitalandelene i et udenlandsk moderselskab, bliver spørgsmålet, om forbuddet også omfatter denne situation. I relation til cash pool-ordninger kan situationen eksempelvis være, at et datterselskab deltager i en cash pool-ordning med den koncern, som netop har erhvervet selskabets udenlandske moderselskab. Når datterselskabet indbetaler penge til en hovedkonto, der benyttes til at betale akkvisitionsgælden²³⁵, må det undersøges, om betalingen giver anledning til problemer i forhold til forbuddet selskabslovens § 206, stk. 1.

Som tidligere nævnt er et moderselskab efter selskabslovens § 5, nr. 21, defineret som “*et kapital-selskab, som har bestemmende indflydelse over en eller flere dattervirksomheder, jf. §§ 6 og 7*”.²³⁶ I forarbejderne understreges det eksplicit, at selskabsloven alene finder anvendelse på danske selskaber.²³⁷ Udgangspunktet er herefter, at udenlandske moderselskaber ikke er omfattet af bestemmelsen.

Som nævnt i afsnit 3.3.2 ovenfor har Erhvervsstyrelsen hjemmel til at fastsætte nærmere regler om, hvilke udenlandske moderselskaber der er omfattet, jf. selskabslovens § 211, stk. 2. Det anføres af Henrik Kure, at når man sammenholder reglerne om selvfinansiering i selskabslovens § 206 med kapitalejrlån i selskabslovens §§ 210 og 211, vil det være nærliggende at slutte modsætningsvis, således at selskabsloven § 206 fortolkes snævert.²³⁸ Konsekvensen af dette argument er, at udenlandske moderselskaber ikke omfattes af forbuddet.

Modsæt antager Lars Bunch og Ida Rosenberg, at der er et sammenfald mellem udenlandske moderselskaberne i selskabslovens §§ 206 og 210.²³⁹ Ifølge Jan Schans Christensen knytter selskabslovens § 211, stk. 2 sig umiddelbart kun til selskabslovens § 211, stk. 1. Dog må bestemmelsen kunne bruges som rettesnor for, hvilke selskaber der er omfattet af den resterende del af selskabslovens kapitel 13.²⁴⁰ Henrik Kure påpeger, at hjemmelsgrundlaget for Lars Bunch og Ida Rosenberg samt Jan Schans Christensens synspunkt er tvivlsomt. Moderselskabsbekendtgørelsen²⁴¹, som er udstedt med hjemmel i selskabslovens § 211, stk. 2, vedrører alene, de lande²⁴² som er omfattet af selskabslovens

²³⁴ Se eksempelvis Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 159 ff., Jacob Høeg Madsen: *NTS 2006:3*, s. 78 ff., Jan Schans Christensen: *Kapitalselskaber*, 4. udgave, 2014, s. 412, Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen: *Kapitalejerlån og Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 159 ff. samt Nils Kjellegaard Jensen: *Selskabsretlig håndbog*, 2. udgave, 2010, s. 217 ff.

²³⁵ Ved akkvisitionsgæld forstås den gæld, som et selskab optager til brug for erhvervelsen af målselskabet.

²³⁶ Henrik Kure: *Finansieringsret*, 1. udgave, 2015, s. 125.

²³⁷ Betænkning nr. 1498/2008, s. 744.

²³⁸ Henrik Kure: *Finansieringsret*, 1. udgave, 2015, s. 125.

²³⁹ Lars Bunch og Ida Rosenberg: *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 787.

²⁴⁰ Jan Schans Christensen: *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2012, s. 560.

²⁴¹ Bekendtgørelse 2010-03-25 nr. 275 om lån mv. til udenlandske moderselskaber.

²⁴² Følgende lande er omfattet af moderselskabsbekendtgørelsen: EU-lande, EØS-lande, Schweiz, Australien, Canada, Hong Kong, Japan, Sydkorea, New Zealand, Singapore, Taiwan og USA. Se nærmere herom afsnit 3.3.2.

§ 211, stk. 1. Til støtte herfor kan henvises til Nils Kjellegaard Jensen, som antager, at bekendtgørelsen ikke kan tages til indtægt for, hvordan et moderselskab skal defineres i selskabslovens § 206, stk. 1's forstand.²⁴³

Endvidere fremhæver Henrik Kure, at moderselskabsbekendtgørelsen vedrører en undtagelse til et forbud, mens selskabslovens § 206 vedrører rækkevidden af et forbud. Der er således tale om to regler med forskellige hensyn, hvorfor opstillingen af moderselskaber efter selskabslovens § 211, stk. 2 ikke uden videre kan benyttes ved selskabslovens § 206. Det afgørende er i denne sammenhæng, at undtagelser som hovedregel fortolkes indskrænkende.²⁴⁴

Med andre ord tjener muligheden for at yde kapitalejrlån til moderselskaber i visse lande andre hensyn end forbuddet mod at yde selvfinansiering. Ifølge Henrik Kure er konsekvenserne ved at overtræde selvfinansieringsforbuddet så betydelige, at en udvidende fortolkning af en undtagelse – på et særdeles tyndt grundlag – synes at være problematisk. Dette gælder uanset, at der ikke er nogen oplagt forklaring på en sådan begrænsning af forbuddet, idet virkningen på det danske selskab er den samme, uafhængig af hvor moderselskabet er hjemmehørende.²⁴⁵ Henrik Kure anfører – de lege ferenda – følgende:

“Den nuværende formulering af selskabslovens § 206, stk. 1, er dermed ikke heldig, fordi en umiddelbar fortolkning af bestemmelsen indikerer – både ved fortolkning af ordlyden og forholdet til selskabslovens §§ 210 og 211 – at bestemmelsens anvendelsesområde er mere snævert end tilfældet er ifølge Erhvervsstyrelsens administrative praksis. Det ville være hensigtsmæssigt at justere bestemmelsen i selskabslovens § 206, stk. 1, ved en kommende ændring af selskabsloven, såfremt styrelsens fortolkning søges opretholdt.”²⁴⁶

4.3.2 Udenlandske datterselskaber

Det følger af selskabsloven § 206, stk. 1, at et selskab ikke må yde finansiering i forbindelse med tredjemands erhvervelse af kapitalandele i dets moderselskab. I nærværende afsnit skal det undersøges, hvilken betydning det har, at målselskabets udenlandske datterselskab yder finansiering i forbindelse med opkøbet. På tilsvarende vis som afsnit 4.3.1 deltager datterselskabet i cash pool-ordningen og indbetaler midler til en konto, der benyttes til at finansiere moderselskabet. I nærværende situation er det blot datterselskabet, som ikke er hjemmehørende i Danmark. Spørgsmålet bliver særlig aktuelt, når det udenlandske selskab ikke er underlagt de samme skærpede regler, som dets danske moderselskab.

Ifølge Erhvervsstyrelsens praksis²⁴⁷ gælder selskabslovens § 206, stk. 1 også for et dansk selskabs udenlandske datterselskaber. Erhvervsstyrelsen bemærker i sin *udtalelse af 16. april 2013*:

“[...] at lån og sikkerhedsstillelse foretaget af et dansk selskabs udenlandske datterselskab i tilknytning til gæld optaget i forbindelse med erhvervelsen af det danske selskab må anses for at være en disposition omfattet af de danske regler om selvfinansiering.”²⁴⁸

²⁴³ Nils Kjellegaard Jensen: Selskabsretlig håndbog, 2. udgave, 2010, s. 220.

²⁴⁴ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 125.

²⁴⁵ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 125.

²⁴⁶ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 126.

²⁴⁷ Se for eksempel Erhvervsstyrelsens udtalelser af 30. august 2001, 30. oktober 2002 og 16. april 2013.

²⁴⁸ Erhvervsstyrelsens udtalelse af 16. april 2013 er gengivet i Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 785 ff.

Det danske moderselskab skal således anvende sin bestemmende indflydelse i det danske datterselskab til at sikre, at det danske selskab ikke forbyrder sig mod selskabslovens § 206 på trods af, at det udenlandske datterselskab kan yde selvfinansieringen efter de nationale regler, som gælder for dette selskab. Dette til trods for at det udenlandske selskab selvsagt ikke direkte er underlagt dansk ret.²⁴⁹ Som begrundelse anføres i Erhvervsstyrelsens *udtalelse af 16. april 2013*:

*“Erhvervsstyrelsens opfattelse skal ses i sammenhæng med, at en anden tilgang til lån og sikkerhedsstillelse foretaget af udenlandske datterselskaber i forbindelse med erhvervelse af det danske selskab vil medføre, at reglerne om selvfinansiering i praksis vil være uden praktisk relevans, da det i praksis vil være muligt at omgå selvfinansieringsreglerne via et udenlandsk datterselskab.”*²⁵⁰

I forlængelse heraf anfører Henrik Kure, at et dansk selskab i modsat fald kunne overføre sine aktiver til et udenlandsk datterselskab og derved lade selvfinansieringen foregå via dette datterselskab inden for rammer af det pågældende lands lovgivning.²⁵¹

Erhvervsstyrelsens fortolkning fremgår af Østre Landsret i afgørelsen *U 2007.2600 H (PFA-sagen)*. Sagen omhandlede et fransk datterselskab, som havde foretaget en pantsætning til sikkerhed for erhvervelse af anparter i et dansk moderselskab. Spørgsmålet var herefter, om forholdet skulle bedømmes efter de danske regler om selvfinansiering eller de franske regler. Med andre ord om de danske regler skulle tillægges eksteritorial virkning. Østre Landsret udtalte, at fremgangsmåden var i strid med det danske forbud mod selvfinansieringen. Højesteret tog ikke stilling til, om det franske datterselskabs pantsætning skulle bedømmes efter fransk eller dansk ret.²⁵²

Med afsæt i en række vejledende udtalelser understreger Lars Bunch og Ida Rosenberg, at Erhvervsstyrelsen har fastholdt sin fortolkning på dette område:

*“[...] Erhvervsstyrelsen har imidlertid de seneste par år afgivet en række udtalelser, hvori det er blevet konkluderet, at selvfinansiering via et dansk selskabs udenlandske datterselskab fortsat efter styrelsens opfattelse er omfattet af de danske regler om selvfinansiering.”*²⁵³

Erhvervsstyrelsens praksis samt Østre Landsrets præmisser i *U 2007.2600 H* har været grundlag for kritik i den juridiske litteratur, eftersom det er blevet anført, at denne hverken har støtte i bestemmelsens ordlyd, forarbejder eller 2. selskabsdirektiv. Ifølge Henrik Kure er retsstillingen ikke en nødvendig følge af bestemmelsen formål.²⁵⁴

²⁴⁹ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 781 ff.

²⁵⁰ Erhvervsstyrelsens udtalelse af 16. april 2013 er gengivet i Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 785 ff.

²⁵¹ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 127.

²⁵² For en dybdegående behandling af *U 2007.2600 H* kan henvises til Jacob Høeg Madsen: NTS 2006.3.78, s. 89 samt Søren Skjærbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 165. Det anføres heri, at det var ærgerligt, at Højesteret ikke fremkom med en bemærkning om selvfinansieringsforbuddets territoriale virkning i forhold til udenlandske selskaber. Som præmisserne er formuleret kan det ikke udledes, hvorvidt Højesteret tilslutter sig Østre Landsrets præmisser eller ej.

²⁵³ Erhvervsstyrelsens udtalelser af 22. juni 2011, 21. maj 2012 og 16. april 2013 beskrevet i Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2014, s. 783 ff.

²⁵⁴ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 128.

Det antages af Jacob Høeg Madsen, Jan Schans Christensen og Henrik Kure, at Erhvervsstyrelsens synspunkt om, at frygten for en skadesvirkning på danske kreditorer kan begrunde, at dansk selskabsret skal tillægges eksteritorial virkning, vil medføre uoverskuelige konsekvenser.²⁵⁵ Også ifølge Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff mangler en eksteritorial udvidelse af det danske selvfinansieringsforbud hjemmel.²⁵⁶

Søren Skjerbek og Nils Kjellegaard Jensen finder også, at Erhvervsstyrelsens praksis er for vidtgående.²⁵⁷ Endvidere anfører Nils Kjellegaard Jensen, at lovligheden af datterselskabets selvfinansiering må afgøres efter reglerne i det land, hvor datterselskabet har sit registreringssted.²⁵⁸

I lighed med den ovennævnte udtalelse fra Erhvervsstyrelsen om Bahamas i afsnit 3.4.3.3, kan det ikke tiltrædes, at det danske moderselskab har pligt til at gøre sin indflydelse gældende i relation til det udenlandske datterselskab for derigennem at sikre, at det udenlandske datterselskab ikke foretager dispositioner, der strider mod det danske selvfinansieringsforbud.

4.4 Forbindelseskravet og den tidsmæssig udstrækning

Som beskrevet ovenfor følger det af ordlyden i selskabslovens § 206, stk. 1, at økonomisk bistand ikke må ydes for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet. I den juridiske litteratur har det været diskuteret, hvorvidt dette selvfinansieringsforbud finder anvendelse, såfremt målselskabet yder lån, stiller sikkerhed eller midler til rådighed *efter* tidspunktet for erhvervelsen. Denne situation benævnes også efterfølgende selvfinansiering.²⁵⁹

Umiddelbart kunne man foranlediges til at tro, at forbuddet kun rammer de dispositioner, der foretages senest samtidig med erhvervelsen af kapitalandele i målselskabet. Hvis dette var tilfældet, ville selvfinansieringsforbuddet de facto være indholdsløst, eftersom køber kan indgå en aftale med sælger om salg af kapitalandelene i målselskabet, herunder med bestemte vilkår om, at sælger skal yde rentefri kredit med købesummen i én dag. Den følgende dag vil målselskabet kunne indtræde i koncernens cash pool-ordning med sine likvide midler og facilitere – gennem træk på cash poolen – et lån til køber. Efterfølgende kan køber anvende dette træk til (a) at videreføre til sælger som betaling for købesummen for kapitalandele, eller (b) til indfrielse af en eventuel akquisitionsgæld i banken.²⁶⁰ Erhvervsstyrelsen har i tråd hermed indtaget det synspunkt, at forbuddet ikke er begrænset i tid, eftersom den modsatte fortolkning vil give rum for omgåelse af selvfinansieringsforbuddet.²⁶¹

På den baggrund må det konkluderes, at selvfinansieringsforbuddet gælder både *før* og *efter* tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet.²⁶²

Det er givet, at selvfinansieringsforbuddet ikke kan udstrækkes så langt, at enhver, der køber/tegner kapitalandele i et selskab, til tid og evighed skal være afskåret fra at modtage lån fra det pågældende

²⁵⁵ Jacob Høeg Madsen: NTS 2006.3.78, s. 89 – Selvfinansieringsforbuddets territoriale udstrækning, Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 561 samt Henrik Kure: Finansieringsret, s. 128

²⁵⁶ Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff: Selskabslovens med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 992.

²⁵⁷ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 167.

²⁵⁸ Nils Kjellegaard Jensen: Selskabsretlig Håndbog, 2. udgave, 2012, s. 217.

²⁵⁹ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 122.

²⁶⁰ Martin Christian Kruhl og Ole B.Sørensen: Kapitalejerlån og selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 161.

²⁶¹ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 762 f.

²⁶² Henrik Kure: U 2011B.293, s. 300.

selskab.²⁶³ Spørgsmålet bliver herefter, i hvor lang tid efter erhvervelsen selvfinansieringsforbuddet er gældende (den tidsmæssige udstrækning).

Jacob Lund-Andersen anfører, at det i højere grad er et spørgsmål om forbindelsen mellem kapitalandelens erhvervelse og en efterfølgende finansiering end et spørgsmål om, hvor lang tid efter erhvervelsen midlerne rent faktisk anvendes til selvfinansiering.²⁶⁴

Ved efterfølgende selvfinansiering må der sondres mellem situationerne, hvor selvfinansieringen henholdsvis *var* en del af finansieringsplanen for erhvervelsen af kapitalandelene målselskabet og *ikke var* en del af finansieringsplanen for erhvervelsen af kapitalandelene i målselskabet. I den førstnævnte situation er forbindelseskravet opfyldt, mens Jacob Lund-Andersen påpeger, at det er mere tvivlsomt, hvorvidt forbindelseskravet er opfyldt i den anden situation, hvor den efterfølgende selvfinansiering ikke var en del af finansieringsplanen.²⁶⁵

Jan Schans Christensen antager, at det afgørende må være selve *formålet* ved vurderingen af, om det pågældende lån er omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Dermed er det ikke udslagsgivende, om lånet er blevet optaget før eller efter erhvervelsen af kapitalandelene i målselskabet, så længe det har været en del af den samlede finansieringsplan. Dette synspunkt ligger i tråd med Jacob Lund-Andersens.

Endvidere fremhæver Jan Schans Christensen, at de nærmere omstændigheder ved lånets optagelse – særligt tidspunktet herfor – kan få *bevismæssig* betydning ved vurderingen af, om lånet kan anses for værende optaget med henblik på at finansiere købet af kapitalandele i målselskabet. Med andre ord opstilles en formodning for – når der ikke foreligger andre holdepunkter – at lån, der ydes lang tid efter erhvervelsen af kapitalandele, ikke har været en del af den samlede finansieringsplan.²⁶⁶

Som det fremgår af ovenstående sondres mellem den materielle og bevismæssige bedømmelse. *Materielt* er det afgørende, om selvfinansieringen er en del af planen for erhvervelsen af kapitalandele i målselskabet. Dette kan i praksis være vanskeligt at bevise, hvorfor det tidsmæssige aspekt får *bevismæssig* betydning ved bedømmelsen af, hvad der var formålet med optagelse af lånet.

Erhvervsstyrelsen har i deres praksis ikke anset efterfølgende selvfinansiering for værende omfattet af forbuddet.²⁶⁷ Dette er gældende, uanset om det er – eller ikke er – en del af finansieringsplanen. Konsekvensen heraf er, at forbuddets tidsmæssige udstrækning er ubegrænset. Ifølge Jacob Lund-Andersen og Henrik Kure er hjemmelsgrundlaget for denne administrative praksis tvivlsom.²⁶⁸

Fra retspraksis kan *U 1999.1429 V* inddrages til belysning af denne problemstilling. Afgørelsen omhandlede opkøb og videresalg af en række overskudsselskaber og der skulle tages stilling til, hvorvidt dette skete i strid mod selvfinansieringsforbuddet efter dagældende aktieselskabslov. Vestre Landsret fremhævede, at det ville være en meget vidtgående fortolkning af forbuddet mod selvfinansiering,

²⁶³ Martin Christian Kruhl og Ole B.Sørensen: Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s. 161.

²⁶⁴ Jacob Lund-Andersen: U 2012B.199, note 1.

²⁶⁵ Jacob Lund-Andersen: U 2012B.199, s. 121 og Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 123.

²⁶⁶ Jan Schans Christensen: Selskabsloven – med kommentarer, 1. udgave, 2012 s. 558, og Jan Schans Christensen: Kapital-selskaber, 4. udgaver, 2014, s. 423.

²⁶⁷ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabslovens med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 746 ff.

²⁶⁸ Jacob Lund-Andersen: U 2012B.199, s. 122 og Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 123.

såfremt dette skulle udstrækkes til at omfatte enhver efterfølgende disposition. I forlængelse heraf udtalte Vestre Landsret følgende:

“Efter landsrettens vurdering må det afgørende være, om der i opkøbs- eller salgøjeblikket af overskudsselskabet er ydet lån, stillet sikkerhed eller midler til rådighed til gennemførelse af handlen.”

Det antages af Jacob Lund-Andersen og Henrik Kure, at denne begrundelse er unuanceret og upræcis. Når Vestre Landsret i deres præmisser lægger afgørende vægt på *overdragelsestidspunktet*, bliver konsekvensen heraf, at efterfølgende selvfinansiering aldrig vil være omfattet af forbuddet.²⁶⁹

Det kan konkluderes – til trods for uenigheden mellem den juridiske litteratur, retspraksis og Erhvervsstyrelsens praksis – at selvfinansieringsforbuddet også gælder i tiden efter erhvervelsen af kapitalandele i målselskabet. Dog er det ikke muligt at fastsætte en bestemt tidsperiode, men det synes at være den herskende opfattelse i den juridiske litteratur, at forbuddets tidsmæssige udstrækning ikke kan anses for at være ubegrænset.

4.5 Forholdet til bestemmelserne i selskabslovens §§ 211-212

Koncerner, der har etableret cash pool-ordninger, kan ved erhvervelsen af et målselskab, der efterfølgende indgår i den pågældende cash pool-ordning, komme i vanskeligheder i forhold til reglerne om selvfinansiering efter selskabslovens § 206. Problemet er, at målselskabets indtræden i cash pool-ordningen kan medføre, at der ydes lån eller stilles sikkerhed for selskabets egen erhvervelse, da målselskabets midler indgår på den konto, som benyttes til at afdrage på akkvisitionsgælden.²⁷⁰

Det skal fastlægges i det følgende, i hvilket omfang selskabslovens § 211 om moderselskabslån og selskabslovens § 212 om sædvanlige, forretningsmæssige dispositioner kan finde anvendelse, når den pågældende cash pool-ordning er i strid med selvfinansieringsforbuddet.

I såvel den juridiske litteratur som retspraksis er det fast antaget, at undtagelserne i selskabslovens §§ 211 og 212 ikke finder anvendelse, når dispositionen er i strid med selvfinansieringsforbuddet efter selskabslovens § 206, stk. 1. Således har selvfinansieringsforbuddet forrang for reglerne om koncernlån.²⁷¹ Erik Werlauff udtrykker det således:

“[...] at selvfinansieringens retsstridighed har forrang for koncernlånets retsmæssighed”.²⁷²

Erhvervsstyrelsen har i en *udtalelse af 16. april 2013* tillige understreget, at bestemmelsen i selskabslovens § 211 alene indeholder en undtagelse til kapitalejerlån i selskabslovens § 210.²⁷³ Sagen vedrørte et moderselskabs sammenblanding af driftsgæld og akkvisitionsgæld, og det blev fremhævet, at

²⁶⁹ Jacob Lund-Andersen: U 2012B.199, s. 122 og Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 123.

²⁷⁰ Søren Skjærbæk: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 78.

²⁷¹ For yderligere se Peer Schaumburg- Müller og Erik Werlauff, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 1006, Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 815, Jan Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 571, Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: Fra Boss til leveraged buyouts, 1. udgave, 2007, s. 59, Paul Krüger Andersen, Studier i Dansk koncernret, 1997, s. 596 samt betænkning nr. 1498/2008, s. 498.

²⁷² Erik Werlauff: U 2001B.381, s. 383.

²⁷³ Der kan henvises til Lars Bunch og Jan-Christian Nielsen i R&R 2008, nr. 12 for en dybdegående behandling af Erhvervsstyrelsens praksis på området.

moderselskaber omfattet af selskabslovens § 211 ikke er underlagt en lempelig regulering vedrørende selvfinansiering.

Såfremt et lån skal kunne anses for omfattet af selskabslovens § 211, og reglerne om selvfinansiering ikke skal finde anvendelse, skal en række betingelser – ifølge Erhvervsstyrelsen – være opfyldt. *For det første* må midlerne ikke direkte eller indirekte anvendes til at tilbagebetale den gæld, som blev optaget i forbindelse med erhvervelsen af moderselskabet eller datterselskabet selv. *For det andet* må udlånet fra datterselskabet ikke have indgået i finansieringsplanerne for overtagelsen af moderselskabet eller datterselskabet. *For det tredje* skal erhververen af moderselskabet eller datterselskabet på udlånstidspunktet have både evne og vilje til at tilbagebetale lånet.

Styrelsen konkluderede i nærværende sag, at sammenblandingen af de to gældstyper ikke medførte, at det var umuligt at yde moderselskabslån i medfør af selskabslovens § 211. Dog skal ledelsen i disse tilfælde sikre sig – og kunne dokumentere – at det alene er driftsgælden, som berøres ved transaktionen, mens akkvisitionsgælden forbliver uberørt.²⁷⁴

Som beskrevet ovenfor i afsnit 4.1, skal økonomiske midler der ydes i form af selvfinansiering, opfylde betingelserne i selskabslovens §§ 206-209, jf. selskabslovens § 210, stk. 3. Selvfinansieringsforbuddet i selskabslovens § 206, stk. 1, har således karakter af *lex specialis* i forhold til undtagelsesreglerne om kapitalejerlån.

Det kan konkluderes, at adgangen til at yde kapitalejerlån efter selskabslovens §§ 211-212 ikke er ubegrænset. Selvom en cash pool-ordning som udgangspunkt er lovlig efter undtagelsesreglerne, kan den alligevel være ulovlig, såfremt den er udtryk for selvfinansiering efter selskabslovens § 206.

4.6 Begrænsninger for cash pool-ordninger

Cash pool-ordninger kan i to overordnede situationer give problemer i relation til selvfinansieringsforbuddet, jf. selskabslovens § 206.²⁷⁵ I den ene situation erhverver køber kapitalandele i et selskab, som de *ikke* i forvejen er kapitalejer i. I den anden situation erhverver køber kapitalandele i et selskab, som de i forvejen *er* kapitalejer i .

Det fremgår direkte af selskabslovens § 206, stk. 1, at et selskab ikke må medvirke til at stille midler til rådighed i forbindelse med erhvervelsen af kapitalandelene i selskabet.²⁷⁶ Ifølge Søren Skjerbek er det problematisk, såfremt målselskabet efter erhvervelsen altid er afskåret fra at deltage i en cash pool-ordning med det købende selskab, når erhvervelsen er lånefinansieret.²⁷⁷ Langt de fleste købere vil ikke være i stand til at erhverve målselskabet kontant, hvorfor lånefinansiering ikke sjældent vil blive anvendt. Henrik Kure anfører – med rette – at deltagelse i cash pool-ordningen ikke i sig selv giver anledning til problemer i relation med selvfinansieringsforbuddet, men at problemet først opstår når indeståender på ordningen anvendes til at afdrage på akkvisitionsgælden.²⁷⁸ Hvis deltagelse i ordningen ikke har nogen tilknytning til finansieringen af målselskabet, opstår der selvsagt ikke noget problem i relation til selskabslovens § 206, stk. 1.

²⁷⁴ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 815.

²⁷⁵ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 78.

²⁷⁶ Karsten Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 1. udgave, 2015, s. 304.

²⁷⁷ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 78.

²⁷⁸ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 153.

4.6.1 Målselskabets deltagelse i cash pool-ordninger

Som det anføres af Henrik Kure, giver målselskabets deltagelse i en cash pool-ordning ikke nødvendigvis problemer i relation til selvfinansieringsforbuddet i selskabslovens § 206, stk. 1.

Ved cash pool-ordninger kan det være vanskeligt at dokumentere, hvilke midler i ordningen der stammer fra hvilke selskaber, således at det er svært at adskille målselskabets midler fra de øvrige. Dette skyldes penges generiske karakter.²⁷⁹

Ifølge Anders Nyboe Andersen og Morten Melander vil denne sammenflydning af midler skabe en formodning for, at målselskabets midler benyttes til finansieringen. For at undgå selvfinansieringsforbuddet skal det erhvervende selskab gøre sig umage for ikke at benytte målselskabets midler ved finansieringen.²⁸⁰

Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt anfører, at cash pool-ordninger netop må anses for værende stridende med forbuddet, når ordningen benyttes til at finansiere erhvervelsen af moderselskabet, idet likviditetsstrømmen mellem de deltagende selskaber er så vanskelige at adskille.²⁸¹

Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen er kritiske over for denne argumentation. De anerkender ikke, at brugen af den samme konto automatisk vil medføre, at der foreligger selvfinansiering. Derimod anføres det, at der skal være en forbindelse mellem lånet fra målselskabet og betalingen på akquisitionsgælden, og at der kan foreligge tilfælde, hvor der ikke kan påvises nogen forbindelse, andet end at der anvendes samme konto. Ifølge Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen vil der i sådanne situationer ikke være tale om ulovlig selvfinansiering.²⁸²

Til belysning kan inddrages Erhvervsstyrelsens *udtalelse af 15. marts 2011*, der også er behandlet i afsnit 3.4.4.3.²⁸³ Spørgsmålet var, om målselskabet kunne deltage i en cash pool-ordning, som hververen havde benyttet til at finansiere købet. Erhvervsstyrelsen udtalte følgende:

“Et selskabs deltagelse i cash pool med en modervirksomhed, hvor modervirksomheden forinden har erhvervet datterselskabet ved træk på cash poolen, vil som udgangspunkt blive betragtet som en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet. Hvert enkelt tilfælde skal dog konkret vurderes. Hvis der ikke er sammenhæng mellem finansieringen af overtagelsen og deltagelsen i cash poolen, vil deltagelsen ikke være i strid med selvfinansieringsforbuddet. Dette fordrer, at det kan dokumenteres, at deltagelsen ikke indgår i den købende virksomheds finansieringsplaner for købet, og at deltagelsen heller ikke er nødvendig for at opnå den fornødne finansiering.”

Det af Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen anførte synspunkt stemmer overens med Erhvervsstyrelsens udtalelse i nærværende sag. Erhvervsstyrelsen udtalte i det konkrete tilfælde, at målselskabet udgjorde en lille del af den samlede koncern, og at købesummen var begrænset set i forhold til moderselskabets indtjening. Herudover lagde Erhvervsstyrelsen vægt på målselskabets beskedne li-

²⁷⁹ Henrik Kure: *Finansieringsret*, 1. udgave, 2015, s. 153.

²⁸⁰ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udgave, 2007, s. 62.

²⁸¹ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt, NTS 2002:4, s. 458.

²⁸² Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen: *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 165.

²⁸³ Lars Bunch og Ida Rosenberg: *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 822.

kvide midler, således at midlerne næppe kunne bidrage med betydelig likviditet til cash poolen. Slutelig lagde Erhvervsstyrelsen vægt på, at det var en forudsætning for lovligheden, at erhververen selv var i stand til at betale renter og afdrag på akkvisitionsgælden.

Erhvervsstyrelsen fastslog på baggrund af disse forhold, at målselskabets deltagelse i cash poolen næppe var i strid med selvfinansieringsforbuddet.

Udtalelsen illustrerer de forskellige momenter, som Erhvervsstyrelsen lægger vægt på i forbindelse med vurderingen af cash pool-ordningers lovlighed efter selskabslovens § 206, stk. 1.

Erhvervsstyrelsen lagde vægt på, at målselskabets likviditet – eller på mangel på samme – vanskeliggjorde en faktisk selvfinansiering. Var dette tilfældet, virker det indlysende, at der ikke var tale om selvfinansiering.

Henrik Kure anfører, at det må være tilstrækkeligt at dokumentere, at køberselskabet ville have været i stand til at foretage afdrag på akkvisitionsgælden, hvis målselskabets midler på fradragstidspunktet ikke havde indgået i cash pool-ordningen.²⁸⁴ Dette stemmer således overens Erhvervsstyrelsens udtalelse, idet styrelsen i den konkrete sag lagde vægt på, at køberselskabet var i stand til at afdrage på akkvisitionsgælden uden indskudte midler fra målselskabet.

Tilsvarende anføres det af Søren Skjerbek, at det erhvervende selskab bør kunne sandsynliggøre, at cash pool-ordningen ikke bidrager til finansieringen. Af bevismæssige hensyn bør det erhvervende selskab således være i stand til at dokumentere, at cash pool-ordningen ikke bidrager til finansieringen.²⁸⁵

Endvidere understreger Søren Skjerbek, at der bør anlægges en konkret vurdering ved cash pool-ordninger i relation til selvfinansieringsforbuddet, hvor de kommercielle forhold ved transaktionerne undersøges.²⁸⁶ Dog skal det holdes for øje, at betragtninger fra kapitalbeskyttelsesreglerne – såsom udbytte og kapitalnedsættelse – ikke er direkte overførbare ved cash pool-ordninger, eftersom cash pooling ikke er underlagt en særlig regulering, der varetager kreditorernes beskyttelseshensyn.

Det bør særligt fremhæves, at i en situation hvor erhververen allerede ejer kapitalandele i målselskabet, og der sker yderligere opkøb af kapitalandele, medfører dette ikke i sig selv, at målselskabet må træde ud af ordningen. Som det er anført af Søren Skjerbek vil dette i hvert fald medføre en uheldig retsstilling.²⁸⁷ I tråd hermed anfører Anders Nyboe og Morten Melander, at en sådan retsstilling vil betyde, at datterselskabet vil være nødsaget til at træde ud af ordningen, såfremt moderselskabet blot ønsker at købe nogle få kapitalandele i datterselskabet. Imidlertid skal målselskabet undgå at yde finansiel bistand til erhvervelsen.²⁸⁸

²⁸⁴ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 153.

²⁸⁵ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 81 og Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: Fra Boss til leveraged buyouts, 1. udgave, 2007, s. 62.

²⁸⁶ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 83.

²⁸⁷ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 82.

²⁸⁸ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 82.

Når selskabet erhverver kapitalandele i et målselskab, som selskabet ikke tidligere har besiddet andele i, antages det, at den eksisterende cash pool-ordning mellem koncernens øvrige selskaber kan anvendes til at facilitere erhvervelsen i det omfang, som er muligt.²⁸⁹ Det er blevet anført af Morten Wistoft, at det erhvervende selskab i disse situationer må optage et særskilt lån ved siden af cash pool arrangementet.²⁹⁰ Dette synspunkt synes ikke at kunne tiltrædes.

4.6.2 Det tidsmæssige aspekt ved målselskabets deltagelse i cash pool-ordningen

I ovenstående afsnit 4.4 blev det konkluderet, at selvfinansieringsforbuddet efter selskabslovens § 206 gælder både *før* og *efter* tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet. I forlængelse heraf blev det undersøgt, i hvor lang tid efter erhvervelsen selvfinansieringsforbuddet er gældende (den tidsmæssige udstrækning) samt den bevismæssige betydning af forbindelseskravet.

I nærværende afsnit skal det undersøges, hvilken betydning det tidsmæssige aspekt kan tillægges i relation til målselskabets deltagelse i en cash pool-ordning. Det er som udgangspunkt ikke muligt at fastsætte en *bestemt* tidsperiode, hvorefter det er legalt for et målselskab at tiltræde et cash pool-arrangement med sit moderselskab.

Ligesom det blev fastslået i afsnit 4.4, har Erhvervsstyrelsen i deres administrative praksis udtalt, at tiden fra overtagelsen ikke kan tillægges selvstændig betydning for et målselskabs mulighed for at indtræde i en cash pool-ordning.²⁹¹ Derimod lægger Erhvervsstyrelsen hovedsagelig vægt på, hvorvidt målselskabets midler i sidste ende er blevet anvendt til at finansiere sin egen erhvervelse.

I den juridiske litteratur er der holdepunkter for at tillægge den tidsmæssige sammenhæng en vis *bevismæssig* betydning i relation til overholdelse af selvfinansieringsforbuddet. Søren Skjerbek påpeger, at i praksis vil det forhold, at en bestemt tidsperiode er forløbet, forinden målselskabet indtræder i cash pool-ordningen, utvivlsomt tale for, at målselskabets indtræden ikke er udtryk for lån for sin egen erhvervelse. Det bør i den relation også erindres, at det købende selskab ultimativt vil være kilde til at finansiere sin egen erhvervelse. På den baggrund må det alt andet lige være lettere at løfte bevisbyrden for, at der ikke foreligger selvfinansiering, når der først sker indtræden i en cash pool-ordning efter en bestemt tidsperiode. Søren Skjerbek fastholder dette udgangspunkt til trods for, at han er bevidst med de strengt teoretiske problemer i tilgangen.²⁹²

Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt tilslutter sig dette synspunkt og fremhæver, at desto længere tid der går, desto større krav kan der stilles til forbindelseskravet (begrebet "*i forbindelse med*"), før den pågældende disposition er i strid med selvfinansieringsforbuddet.²⁹³

Til trods for Erhvervsstyrelsens praksis kan det konkluderes, at det tidsmæssige aspekt flere steder i den juridiske litteratur²⁹⁴ tillægges en *bevismæssig* betydning ved vurderingen af, om målselskabets tiltrædelse af en cash pool-ordning er i strid med selvfinansieringsforbuddet efter selskabslovens § 206, stk. 1.

²⁸⁹ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 82.

²⁹⁰ Morten Wistoft: Rækkevidden For Lovlig Selvfinansiering i Aktietransaktioner, Retsvidenskabeligt tidsskrift, 2006, afhandling nr. 2, s. 23 ff.

²⁹¹ Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen: R&R nr. 12, 2008.

²⁹² Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 80 ff.

²⁹³ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: NTS 2002:4, s. 458.

²⁹⁴ Se for eksempel Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 423.

4.6.3 Sikkerhedsstillelse og cash pool-ordninger

Selskabslovens § 206 indeholder et forbud mod, at et målselskab stiller sikkerhed for et selskabs erhvervelse af kapitalandele i målselskabet. Nærværende afsnit vil fokusere på de tilfælde, hvor målselskabet – via en cash pool-ordning – *stiller sikkerhed* for akkvisitionsgælden.

Ordet ”sikkerhedsstillelse” ikke er et entydigt begreb i dansk ret.²⁹⁵ Dispositioner som pantsætning, kaution, garantistillelse og anden form for hæftelse, må dog utvivlsomt betegnes som sikkerhedsstillelse. Ved virksomhedsoverdragelser vil der ikke sjældent opstå problemer i forbindelse med selvfinansiering, idet pengeinstituttet der finansierer købesummen, ofte vil have et ønske om at opnå sikkerhed for samtlige engagementer. Dette sker ved, at samtlige koncernens selskaber hæfter for alle arrangementer.²⁹⁶ Herefter stiller målselskabet sikkerhed for akkvisitionsgælden, hvorved der “*stilles sikkerhed for erhvervelse af kapitalandele i selskabet*”, jf. selskabslovens § 206, stk. 1.

Når målselskabet indgår en aftale med et pengeinstitut om, at selskabet kautionerer, stiller pant eller på anden måde hæfter for samtlige af koncernens forpligtelser, vil dette udgøre ulovlige selvfinansiering, idet målselskabet i så fald stiller sikkerhed for moderselskabets akkvisitionslån.²⁹⁷ Disse betragtninger kan overføres til cash pool-ordninger. I en situation, hvor et målselskab – efter at være opkøbt – deltager i en cash pool-ordning og i den forbindelse påtager sig krydshæftelse for moderselskabets akkvisitionsgæld trukket på cash poolen, vil der være tale om en efterfølgende sikkerhedsstillelse i relation til selvfinansieringsforbuddet.

Nærværende afsnit illustrerer således, at selvfinansieringsforbuddet også kan skabe begrænsninger i relation til cash pool-ordninger via sikkerhedsstillelse.

4.6.4 Betydningen af cash pool-typen

Som beskrevet i afsnit 2.2 kan cash pool-ordninger konstrueres på mange måder og med flere forskellige formål. I det følgende afsnit skal det undersøges, om typen af cash pool har selvstændig betydning for lovmæssigheden i forhold til forbuddet mod selvfinansiering efter selskabslovens § 206, stk. 1.

I den juridiske litteratur er der grundlæggende uenighed om, hvorvidt typen af cash poolen overhovedet har betydning i relation til selvfinansieringsforbuddet. Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen argumenterer for, at lovligheden netop afhænger af, hvilken type af cash pool-ordning, der anvendes. Modsat anfører Søren Skjerbek, at sondringen mellem de forskellige former for cash pool-ordninger ikke er afgørende, da substansen i de forskellige ordninger er sammenfaldende i relation til denne problemstillingen. Ifølge Søren Skjerbek er det fælles for alle typer af cash pool-ordninger, at der faciliteres en kreditordning mellem koncernselskaberne.²⁹⁸

Søren Skjerbeks synspunkt synes ikke at være rammende i alle henseender, eftersom indholdet af de forskellige cash pool-ordninger ikke nødvendigvis er sammenfaldende. For eksempel kan fremhæves *notional cash pooling*, hvor der ikke sker nogen faktisk overførsel af midler, eftersom banken blot beregner renter af det til enhver tid værende nettobeløb på de omfattede konti.²⁹⁹ I disse tilfælde er

²⁹⁵ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån og selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 66.

²⁹⁶ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån og selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 67.

²⁹⁷ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån og selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 164 ff.

²⁹⁸ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 78.

²⁹⁹ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 402.

det en rentebesparelse, som er det primære formål snarere end en likviditetsudjævning. Fordelen ved *notional cash pooling* er netop, at udlånsrenten er væsentlig højere end indlånsrenten, hvorfor rentemarginalen bliver elimineret. Da hvert koncernselskab har sine egne konti, er der heller ikke adgang for de øvrige selskaber i koncernen til at trække på den samlede likviditetsbeholdning. På den baggrund har ordningen i højere grad rentenetting for øje end en egentlig likviditetsudjævning.

Dermed består intet låneforhold mellem koncernselskaberne ved *notional cash pooling*, men udelukkende en (fiktiv) beregningsmæssig sammenregning af samtlige koncernkonti med henblik på renteberegning ("*interest netting*"). På den baggrund er ordningen ikke umiddelbart i strid med selskabslovens § 210. På tilsvarende vis er udgangspunktet ifølge Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, at ordningen heller ikke er i uoverensstemmelse med selvfinansieringsforbuddet i selskabslovens § 206, stk. 1.³⁰⁰ Dette synspunkt støttes af Lars Bunch og Ida Rosenberg, som tilmed tager skridtet videre og ikke anser ordninger, som alene indebærer "*interest netting*", som værende cash pooling.³⁰¹ Henrik Steffensen m.fl. tilslutter sig dette og anfører som begrundelse, at ved *notional cash pooling* bliver der ikke overført likviditet. Derimod er ordningen udelukkende en beregningsmetode til at få minimeret den samlede rentebetaling.³⁰²

Henrik Kure samt Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen anfører, at der må tages forbehold for særlige situationer, og at *notional cash pooling* efter omstændighederne kan give anledning til problemer i relation til selvfinansieringsforbuddet. Eksempelvis kan det tænkes, at målselskabet er det eneste selskab med indlån i det pågældende pengeinstitut, og at det væsentligste udlån er moderselskabets akkvisitionslån. I sådanne tilfælde vil der kunne foreligge ulovlig selvfinansiering, såfremt ingen øvrige koncernselskaber har ind- eller udlån af betydning, og banken foretager rentenetting mellem den konto, hvor akkvisitionsgælden er hævet, og målselskabets konti. Konsekvensen heraf bliver, at målselskabet reelt vil betale renteudgifter på akkvisitionslånet, hvorefter køberselskabet fritages for at betale renteudgifterne på akkvisitionsgælden.³⁰³ Med andre ord "*stiller målselskabet midler til rådighed*", jf. selskabslovens § 206, stk. 1.

I det følgende skal det undersøges, hvorvidt egentlige cash pool-ordninger – *zero-balancing cash pooling* og *single legal account* – medfører problemer i relation til selvfinansieringsreglerne, når målselskabet eller målskabets datterselskab tiltræder de pågældende ordninger. Som udgangspunkt er målselskabets – eller dets datterselskabs – deltagelse i cash pool-ordningen ikke problematisk. I den situation hvor kapitalandelene i målselskabet er helt eller delvist finansieret ved lån, og målselskabet eller dets datterselskab tiltræder cash pool-ordningen efter opkøbet, bør det dog sikres, at målselskabets indeståender ikke anvendes til nedbringelse af akkvisitionsgælden. Det kan bevismæssigt være vanskeligt at dokumentere, hvilke penge i ordningen som stammer fra målselskabet, eftersom penge i sagens natur er generiske. Henrik Kure samt Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen³⁰⁴ formulerer det således, at det kan være svært at "*skille det varme vand fra det kolde*". Ikke desto mindre er det afgørende at kunne dokumentere, at målselskabets midler ikke anvendes til at tilbagebetale akkvisitionslånet. Ifølge Henrik Kure må det anses for tilstrækkelig dokumentation, såfremt

³⁰⁰ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån og Selvfinansiering, 2014, s. 165 ff.

³⁰¹ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 164.

³⁰² Henrik Steffensen og Lars Bunch mfl.: Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 351 ff.

³⁰³ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 153 og Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån og Selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 166, note 135.

³⁰⁴ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån og Selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 166, note 135.

køberselskabet selv kunne betale afdragene på akquisitionsgælden, selvom midlerne fra målselskabet ikke var tilgået cash pool-ordningen på afdragstidspunktet.³⁰⁵

4.6.5 Lovegulering

Søren Skjerbek og Niels Bang har – de lege ferenda – anført, at det vil være ønskeligt med danske regler, der særskilt regulerer cash pool-ordninger, eftersom disse er meget anvendte i praksis.³⁰⁶ Særligt bør det reguleres, i hvilket omfang koncernselskaber kan indgå i disse ordninger uden at komme i strid med selvfinansieringsforbuddet. Til inspiration kan der henvises til de norske regler på området, hvorefter deltagelse i cash pool-ordninger er lovligt, såfremt midlerne bruges i koncernens virksomhed. Med andre ord skal midlerne benyttes til driften af virksomheden, og hvis der udloddes udbytte til aktionærerne i moderselskabet i cash pool arrangementet, vil det udelukke et norsk datterselskabs deltagelse i ordningen.

Desuden antager Søren Skjerbek, at det med fordel kan blive præciseret i lovgivningen, at cash pool-ordninger, som er udtryk for en sædvanlig, forretningsmæssig disposition, ikke skal være omfattet af selvfinansieringsforbuddet.³⁰⁷ Ifølge Søren Skjerbek er det særligt tilfældet, hvor målselskabets efterfølgende tiltræder cash pool-ordningen. En løsning herpå kan være, at det indføres som undtagelsesbestemmelse til selvfinansieringsforbuddet, eftersom det skønnes at omfatte sædvanlige cash pool-ordninger, der kan begrundes forretningsmæssigt.

4.7 Lovlig selvfinansiering

4.7.1 Indledning

I ovenstående afsnit blev det behandlet, hvorvidt selvfinansieringsforbuddet i selskabslovens § 206, stk. 1 udgør en begrænsning i forhold til cash pool-ordninger. I det følgende vil muligheden for lovlig selvfinansiering blive undersøgt, jf. selskabslovens § 206, stk. 2, samt dens anvendelighed i relation til cash pool-ordninger.

Med indførelsen af den nye selskabslov blev der indført en undtagelse til forbuddet mod selvfinansiering, idet selskabslovens § 206, stk. 2 nu har følgende ordlyd:

“Hvis betingelserne i stk. 3 og §§ 207-209 om generalforsamlingens godkendelse, krav til beslutningens forsvarlighed, det centrale ledelsesorgans redegørelse og sædvanlige markedsvilkår er opfyldt, kan et kapital-selskab dog direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed i forbindelse med tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab.”

Reglen åbner op for, at der kan ydes lovlig selvfinansiering hvis betingelserne i selskabslovens §§ 206, stk. 3, og 207-209 er opfyldte.³⁰⁸ Paul Krüger Andersen betegner reglen om lovlig selvfinansiering som en *“safe harbour-regel”*, idet et (mål)selskab, der iagttager reglerne kan være sikker på, at selvfinansieringen er lovlig.³⁰⁹ Som det vil blive belyst i det følgende, kan der stilles spørgsmålstejn

³⁰⁵ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 151 ff.

³⁰⁶ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 84 samt Niels Bang: Aktionærlån i praksis, NTS 2004, nr. 4, s. 444 ff.

³⁰⁷ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 84.

³⁰⁸ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 788 og Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 560.

³⁰⁹ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 293.

ved, hvor sikker “havnen” egentlig er. Dette skyldes, at en række af betingelserne for lovlig selvfinansiering – specielt betingelsen om, at finansieringen skal være i selskabets interesse – er vage og elastiske, hvilket medfører en usikkerhed, som ledelsen i sidste ende er ansvarlig for, jf. selskabslovens §§ 215, stk. 2 og 361, stk. 1.

Henrik Kure betegner reglen som en “*whitewash-procedure*”. Ifølge Henrik Kure er det alene fremgangsmåden i selskabslovens § 206, stk. 2, der begrebsmæssigt kan betegnes lovlig selvfinansiering, eftersom finansieringsformer, der ikke er omfattet af selskabslovens § 206, stk. 1, ikke er selvfinansiering i lovens forstand. Dette gælder eksempelvis lovlig efterfinansiering.³¹⁰

Selvfinansieringen er kun lovlig, hvis de betingelser, der er angivet i selskabslovens § 206, stk. 3, og §§ 207-209, er opfyldt.³¹¹ Der er tale om kumulative betingelser, som der ikke kan dispenseres fra – hverken enkeltvis eller samlet – det vil sige præceptive værnsregler. Hvis bare én af betingelserne ikke er opfyldt, vil det have store konsekvenser for selskabet. Reglerne har til formål at beskytte minoritets- og kreditorinteresser i selskabet.³¹²

Det fremgår af forarbejderne til selskabsloven, at lovlig selvfinansiering skal skabe en hensigtsmæssig balance, således at selskaberne og aktionærerne har fået en øget fleksibilitet samtidig med, at der er opstillet en række krav, der sikrer kreditorerne og eventuelle minoritetsaktionærers interesse.³¹³

Som det vil blive diskuteret i det følgende, er der ikke enighed om holdbarheden af denne antagelse i kommissionsbetænkningen. Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen hævder, at selskabslovens § 206, stk. 1 går langt videre end formålet med reglen, som er at beskytte kreditorer og minoritetsaktionærer. Bestemmelsen om lovlig selvfinansiering løser ikke dette problem, eftersom reglen blot opstiller en række yderligere – og for erhvervslivet byrdefulde – vilkår om kreditvurdering, redegørelse etc. for at opnå nøjagtigt det samme, som i praksis kan opnås væsentligt mere enkelt, og uden at modtageren skal betale pengene tilbage, nemlig ved at udlodde dem som udbytte.³¹⁴ I tråd hermed understreger Henrik Kure, at iagttagelsen af betingelserne for lovlig selvfinansiering vil være både ressourcekrævende og svær at opfylde i praksis.³¹⁵ Søren Skjerbek tilslutter sig synspunktet og anfører:

*“Samlet må det anføres, at lempelserne er et skridt – men alene et skridt – i retning af en moderne og fleksibel regulering på dette område.”*³¹⁶

Modsat fremhæver Erik Werlauff, at betingelserne for lovlig selvfinansiering næppe er vanskelige at opfylde i praksis. Derimod bliver det i mange tilfælde snarere den praktiske hovedregel, at det er selskabet selv, der kommer til at finansiere sin overtagelse.³¹⁷

I de følgende afsnit gennemgås de enkelte betingelser for lovlig selvfinansiering med særligt fokus på cash pool-ordninger.

³¹⁰ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 293 og Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 130.

³¹¹ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 293.

³¹² Henrik Kure: U 2011B.293, s. 295.

³¹³ Betænkning nr. 1498/2008, s. 519.

³¹⁴ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 199.

³¹⁵ Henrik Kure: U 2011B.293, 301.

³¹⁶ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 193.

³¹⁷ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 317.

4.7.2 Kreditvurdering af modtagerkredsen

Det er først og fremmest en betingelse for lovlig selvfinansiering, at kapitalselskabets ledelsesorgan skal sikre sig, at der foretages en kreditvurdering af den kreds, der modtager selskabets økonomiske bistand, jf. selskabslovens § 206, stk. 3.³¹⁸ Det følger af forarbejderne til bestemmelsen, at kreditvurderingen skal vise, om en eventuel økonomisk bistand sker på et økonomisk forsvarligt grundlag med passende hensyn til selskabets generelle interesser og samlede forpligtelser.³¹⁹

Bestemmelsen er udtryk for en individuel vurdering, hvorfor hver enkelt modtager skal gøres til genstand for en vurdering.³²⁰ Som udtrykt af Martin Christian Kruhl og Søren Høgh Thomsen vil en særdeles positiv vurdering af en enkelt eller flere modtagere ikke kompensere for en mindre positiv vurdering af andre modtagere.³²¹

Ifølge Niels Bang og Nicholas Lerche-Gredal er det køber, der skal kreditvurderes, mens det ved sikkerhedsstillelse er både køber og banken.³²² Lars Bunch og Ida Rosenberg tilslutter sig dette og fremhæver, at både financier og køber skal vurderes ved kaution og sikkerhedsstillelse.³²³ Henrik Kure kritiserer dette synspunkt, eftersom bankens kreditværdighed er uden betydning for datterselskabet. Kautionen og/eller sikkerheden stilles i sagens natur kun for købers – og ikke bankens – forpligtelser i henhold til akquisitionslånet.³²⁴

Det er op til det centrale ledelsesorgan at vurdere, hvilke oplysninger der er nødvendige for kreditvurderingen samt om vurderingen kræver bistand fra en ekstern rådgiver.³²⁵ Henrik Kure anfører, at hvis den lovlige selvfinansiering ydes i form af et lån fra selskabet, har kreditvurderingen direkte betydning for sandsynligheden af, at selskabet får midlerne tilbagebetalt. I dette tilfælde må kreditvurderingen således tage udgangspunkt i en vurdering af risikoen for, at lånet ikke (rettidigt) tilbagebetales.³²⁶

Det følger af forarbejderne til loven, at der kun kan stilles midler til rådighed, hvis det forventes, at også en professionel långiver – såsom en bank eller et realkreditinstitut – vil være villig til at stille midler til rådighed.³²⁷ Dog har det næppe været lovgivers hensigt, at det centrale ledelsesorgan skal besidde væsentlig indsigt i den finansielle sektors udlånspolitik, der kan variere i forskellige konjunkturperioder.³²⁸ Endvidere vil ledelsesorganer undertiden have forskellige opfattelser af kreditværdighed, da dette i sidste ende beror på långivers kreditværdighed.³²⁹ Der stilles ikke krav om, at den långivende bank skal have givet konkret tilsagn om at ville yde køber et lån.³³⁰ Det må stå uafklaret hen, hvorledes det centrale ledelsesorgan vil bære sig ad med at dokumentere forventningen om, at

³¹⁸ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 788.

³¹⁹ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1023 og Henrik Kure: U 2011B.293, 301.

³²⁰ Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 562.

³²¹ Søren Høgh Thomsen & Martin Christian Kruhl: NTS 2011:3, s. 57 ff.

³²² Nicholas Lerche-Gredal og Niels Bang: Selvfinansiering – Nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelser, INSPI nr. 4, 2011, s. 26.

³²³ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 788.

³²⁴ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 135.

³²⁵ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 788.

³²⁶ Henrik Kure: U 2011.B293, s. 298.

³²⁷ Betænkning nr. 1498/2009, 1024.

³²⁸ Frederik Von Barnekow: Lovlig selvfinansiering – Nye regler for ydelse af økonomisk bistand til opkøb af et selskabs egne aktier, RR 7.2009.62.

³²⁹ Morten Melander: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet, ET 2007.175, s. 180, note 21.

³³⁰ Nicholas Lerche-Gredal og Niels Bang: Selvfinansiering – Nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelser, INSPI nr. 4, 2011, s. 26.

en professionel långiver vil stille midler til rådighed.³³¹ Igen synes det beklageligt, at det centrale ledelsesorgan skal være ansvarlig for et så abstrakt krav.

Afslutningsvis bemærkes, at kreditvurderingen hænger sammen med kravet om forsvarlighed. Henrik Kure udtrykker det således:

“Jo mere kreditværdig modtagerkredsen er, jo mere forsvarligt vil det almindeligvis også være at yde selvfinansieringen, da risikoen for, at selskabet lider tab, vil være tilsvarende mindre.”³³²

Betingelsen om kreditvurdering giver ikke anledning til særlige bemærkninger vedrørende cash pool-ordninger. Dog kan det understreges, at ledelsen i målselskabet skal foretage en kreditvurdering, når selvfinansieringen sker gennem en cash pool-ordning.

4.7.3 Redegørelse

Selskabslovens § 207, stk. 1, 2. pkt. bestemmer, at det centrale ledelsesorgan skal fremlægge en skriftlig redegørelse indeholdende (1) baggrunden for den økonomiske bistand, (2) selskabets interesse i at gennemføre en sådan disposition, (3) de betingelser, der er knyttet til gennemførelsen, (4) en vurdering af de konsekvenser, som dispositionen måtte medføre for selskabets likviditet og solvens, samt (5) den pris, som tredjemand skal betale for kapitalandelene.

Hverken loven eller forarbejderne indeholder nærmere bemærkninger om indholdet og rækkevidden af de ovennævnte punkter (1-5). Eksempelvis er det ikke beskrevet, hvor detaljeret redegørelserne skal være. Kravene anses for at være minimumskrav, og såfremt det centrale ledelsesorgan kender til andet materiale, der bør fremlægges for generalforsamlingen, bør dette indarbejdes i redegørelsen.³³³ Det kan undre, at den ovenfor omtalte kreditvurdering, jf. selskabslovens § 206, stk. 3, ikke eksplicit skal indgå i redegørelsen. Dog bør kreditvurderingen medtages i redegørelsen, eftersom denne i særdeleshed er relevant for generalforsamlingens bedømmelse. Dette stemmer overens med, at kravene er minimumskrav.³³⁴

4.7.3.1 Baggrunden for forslaget om selvfinansiering

Redegørelsen skal først og fremmest indeholde en beskrivelse af baggrunden for forslaget om økonomisk bistand. Henrik Kure skriver, at denne redegørelse vil blive udarbejdet som et naturligt led i introduktionen til redegørelsen og som forklaring på, hvem der har taget initiativ hertil, på hvilken baggrund og med hvilket formål. Herudover vil det være oplagt at beskrive den potentielle køber nærmere, såfremt denne ikke allerede er kapitalejer i selskabet.³³⁵

4.7.3.2 Selskabets interesse

Herudover er det en betingelse, at det centrale ledelsesorgan redegør for, at dispositionen er i selskabets interesse. For en generel behandling af *selskabets interesse* henvises til afsnit 3.4.5.

Bestemmelsen hverken tilføjer eller ændrer noget nyt i forhold til, hvad der allerede må antages at gælde på ulovbestemt grundlag.³³⁶ Dog er bedømmelsen af *selskabets interesse* en konkret vurdering,

³³¹ Frederik Von Barnekow: RR 7.2009.62.

³³² Henrik Kure: U 2011B.293, s. 299.

³³³ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 789.

³³⁴ Frederik Von Barnekow: Lovlig selvfinansiering – Nye regler for ydelse af økonomisk bistand til opkøb af et selskabs egne aktier, RR 7.2009.62.

³³⁵ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 295 ff.

³³⁶ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 299 ff.

hvorfor det er nødvendigt at komme med en række særlige bemærkninger til selskabets interesse i forbindelse selvfinansiering.³³⁷

Ifølge Henrik Kure skal der ved vurderingen af selskabets interesse foretages en *cost benefit-analyse*, som sikrer, at selskabets ulemper ikke overskygger fordelene.³³⁸ Eksempelvis vil interessen i at modtage finansiering næsten altid være dominerende over for interessen i at yde den.³³⁹ Det forhold, at selskabet har råd til at yde finansieringen, er ikke i sig selv ensbetydende med, at dispositionen er i selskabets interesse.

Ifølge Jan Schans Christensen vil en selvfinansiering, der tilgodeser én hovedaktionær, men som ikke er i de øvrige aktionærers interesse, være i strid med bestemmelsen.³⁴⁰

Frederik Von Barnekow anfører, at en udlodning sjældent er i selskabets interesse, da selskabet herved likviditetsmæssigt slankes. Tankegangen vedrørende udlodning må også gælde ved andre former for kapitalafgang.³⁴¹

Både Henrik Kure og Jan Schans Christensen påpeger, at selskabet i en række situationer kan have en interesse i finansieringen. Eksempelvis kan et selskab være motiveret af et ønske om at udvide selskabets ejerkreds med en kapitalejer, som besidder en særlig know how eller teknologi, som selskabet kan drage fordel af i fremtiden.³⁴²

Det kan være nærliggende at tage udgangspunkt i målselskabets økonomi, når selskabets interesse skal vurderes. Ved et selskab, der er stærkt kapitaliseret, kan interessen eksempelvis bestå i, at selskabet kan opnå et højere afkast ved selvfinansiering end ved andre investeringer.³⁴³ Som anført af Henrik Kure må det understreges, at blot fordi et selskab har den økonomiske kapacitet til at yde selvfinansieringen, er dispositionen ikke automatisk i selskabets interesse. I den omvendte situation, hvor selskabet er tyndt kapitaliseret, skal det centrale ledelsesorgan udvise særlig agtpågivenhed. Under disse omstændigheder kan vurderingen være påvirket af behovet for at sikre kapitalberedskabet, og der skal således foreligge særligt tungtvejende grunde til at yde selvfinansiering.³⁴⁴

Såfremt et selskab er handlingslammet grundet stemmelighed – en såkaldt deadlock-situation – vil det formentlig være i selskabets interesse at yde selvfinansiering med henblik på at købe en eller flere kapitalejere ud af selskabet.³⁴⁵

Ved cash pool arrangementer kan selvfinansieringen være fordelagtig for koncernen som helhed.³⁴⁶ Henrik Kure samt Lars Bunch og Jan Schans Christensen fremhæver, at koncernen ved selvfinansiering slipper for en alternativ og dyrere finansieringsform. Som det er diskuteret under afsnit 3.4.5.1

³³⁷ Søren Høgh Thomsen og Martin Christian Kruhl: NTS 2011:3, s. 57 ff. samt Lars Bunch og Jan Schans Christensen: U2011B.1.

³³⁸ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 299 ff.

³³⁹ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 299 ff.

³⁴⁰ Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 563.

³⁴¹ Frederik Von Barnekow: Lovlig selvfinansiering – Nye regler for ydelse af økonomisk bistand til opkøb af et selskabs egne aktier, RR 7.2009.62.

³⁴² Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 563.

³⁴³ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 296.

³⁴⁴ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 299.

³⁴⁵ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 790.

³⁴⁶ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 297 ff. samt Lars Bunch og Jan Schans Christensen: U 2011B. 1

om koncerninteressen, kan det enkelte selskab formentlig ikke tage hensyn til koncernens interesser, hvis selskabet ikke har nogen selvstændig interesse i dispositionen.

Martin Christian Kruhl og Søren Høgh Thomsen anfører, at betingelsen om *selskabets interesse* ikke bør være en hindring for, at selskabet yder økonomisk bistand, hvis de resterende betingelser er opfyldt, såsom kravet om forsvarlighed, hvori selskabets øvrige interesser indgår som et naturligt led.³⁴⁷ Ifølge Henrik Kure er *selskabets interesse* svær at definere, hvorfor det bliver vanskeligt for selskabets ledelse at vide, om dispositionen er i overensstemmelse med selskabslovens § 207, stk. 1, nr. 2.³⁴⁸

Det kan være vanskeligt for selskabets centrale ledelsesorgan at vurdere, om den pågældende selvfinansiering er i selskabets interesse. Dette skyldes, at interessen i at modtage finansiering i de fleste tilfælde må være dominerende overfor interessen i at yde den.³⁴⁹ Selskabets interesse er nemlig en retlig standard, der hverken er endeligt fastlagt i loven, forarbejderne eller den juridiske litteratur, hvorfor selskabets centrale ledelsesorgan kan have svært ved at redegøre for, at selvfinansieringen netop er i selskabets interesse. Interessekriteriet er vagt og elastisk, men til trods herfor er det centrale ledelsesorgan i sidste ende ansvarlig for vurderingen. Der bør foretages en grundigt redegørelse af de fordele, som finansieringen medfører, da konsekvenserne af en manglende iagttagelse af kravet er vidtrækkende.³⁵⁰

4.7.3.3 Betingelserne knyttet til gennemførelsen

Som tredje betingelse stiller selskabslovens § 207, stk. 1, nr. 3 krav til, at redegørelsen indeholder oplysninger om "*de betingelser, der er knyttet til gennemførelsen*". Det er uklart, om betingelserne for gennemførelsen relaterer sig til gennemførelsen af selve selvfinansieringen eller til gennemførelsen af tredjemands erhvervelse og/eller tegning af kapitalandele i selskabet (eller i dets moderselskab). Ifølge Henrik Kure henviser betingelserne formentlig til betingelserne for gennemførelse af selvfinansieringen. Dog vil gennemførelsen af selvfinansieringen og tredjemands erhvervelse ofte være nært forbundet, og af denne grund vil det være naturligt at redegøre for begge dele.³⁵¹

4.7.3.4 Selvfinansieringens konsekvenser for selskabets likviditet og solvens

Der stilles krav til, at redegørelsen indeholder en vurdering af selvfinansieringen i relation til *selskabets likviditet og solvens*. Dette krav følger af ledelsens almindelige pligt til at sikre et forsvarlig kapitalberedskab, jf. selskabslovens §§ 115 og 118, og forpligter således ledelsen til eksplicit at vurdere de likviditets- og solvensmæssige konsekvenser for selskabet.³⁵²

4.7.3.5 Kapitalandelenes pris

Slutteligt bestemmer selskabslovens § 207, stk. 1, at redegørelsen skal angive prisen som tredjemand skal betale for kapitalandelene. Betingelsen er relevant, da offentliggørelsen³⁵³ af redegørelsen, jf. selskabslovens § 207, stk. 3, medfører, at prisen ikke kan holdes fortrolig. Ifølge selskabsdirektivet stilles der krav om, at der skal være tale om en rimelig pris. Dette krav er imidlertid ikke implementeret i dansk ret.³⁵⁴

³⁴⁷ Søren Høgh Thomsen og Martin Christian Kruhl: NTS 2011:3, s. 57 ff.

³⁴⁸ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 296.

³⁴⁹ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 297.

³⁵⁰ Se afsnit 2.4 for yderligere om retsvirkningerne.

³⁵¹ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 297.

³⁵² Henrik Kure: U 2011B.293, s. 297.

³⁵³ Se nærmere herom afsnit 4.7.5.

³⁵⁴ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 297.

4.7.4 Generalforsamlingens godkendelse

Det følger af selskabslovens § 207, stk. 2, at generalforsamlingen træffer godkendelse af selvfinansieringen på grundlag af ledelsens redegørelse.³⁵⁵ Generalforsamlingens beslutning træffes med samme majoritet, som kræves til en vedtægtsændring, jf. selskabslovens § 207, stk. 2.³⁵⁶ Med andre ord skal beslutningen som udgangspunkt træffes med $\frac{2}{3}$ af såvel de afgivne stemmer som af den repræsenterede kapital, jf. selskabslovens § 106. I forbindelse med generalforsamlingens beslutning foreligger der formentlig ikke inhabilitet hos de kapitalejere, i hvis favør den lovlige selvfinansiering ydes, jf. selskabslovens § 86 modsætningsvis.³⁵⁷ Det bemærkes, at generalforsamlingen ikke forudgående kan bemyndige det centrale ledelsesorgan til at træffe beslutning om at yde selvfinansiering.³⁵⁸

Det har været omdiskuteret i den juridiske litteratur, hvorvidt dette vedtagelseskrav er til skade for minoritets- eller majoritetskapitalejerne.

Det følger modsætningsvis af selskabslovens § 106, at minoritetskapitalejere, der repræsenterer mere end $\frac{1}{3}$ af såvel de afgivne stemmer som den repræsenterede kapital, på generalforsamlingen vil kunne blokere for godkendelsen af selvfinansieringen. Christian Lundgren og Jacob Høeg Madsen påpeger, at selskabets minoritetskapitalejere indrømmes en vidtgående beføjelse, eftersom disse på generalforsamlingen kan blokere for majoritetskapitalejers aktie- eller anpartsoverdragelse.³⁵⁹ Denne beføjelse kan virke en anelse besynderlig, da formålet med selvfinansieringsforbuddet hovedsaglig er at beskytte selskabets kreditorer – men derimod ikke minoritetskapitalejernes interesser. Samtidig skal det holdes for øje, at de øvrige betingelser i selskabslovens §§ 206, stk. 3, og 208-209 synes at varetage hensynet til, at der ikke sker formueforskydninger på de øvrige kapitalejeres og kreditorers bekostning. Endvidere har selskabets centrale ledelsesorgan ansvaret for, at disse betingelser er opfyldt uafhængigt af selskabslovens § 207.³⁶⁰

Modsat anføres det af Frederik von Barnekow, at der opstår en risiko for, at selvfinansiering kan gennemføres uden samtykke fra en stor del af kapitalejerne. I den forbindelse erindres det, at den økonomiske bistand ikke forudsætter, at samtlige kapitalandele erhverves. Ifølge Frederik von Barnekow er det problematisk, at minoritetskapitalejerne i selskabet ikke bliver kompenseret for den forøgede risiko, som selskabet udsættes for som følge af den højere gældsandel.³⁶¹ Dette synspunkt synes ikke at kunne tiltrædes, eftersom bestemmelsen netop er udtryk for en minoritetsbeskyttelsesregel, der fraviger udgangspunktet.

Endvidere skal ligeretsgrundsætningen i selskabslovens § 45 og generalklausulen i selskabslovens § 108 respekteres. Dette betyder, at såfremt kapitalejere stilles ringere ved selvfinansieringen, end deres ejerandele berettiger dem til, skal deres samtykke indhentes, jf. selskabslovens § 45.³⁶² Endvidere må

³⁵⁵ Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 563.

³⁵⁶ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 790.

³⁵⁷ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s.133 ff.

³⁵⁸ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1024.

³⁵⁹ Christian Lundgren og Jacob Høeg Madsen: ET 2010.171, s. 4.

³⁶⁰ Christian Lundgren og Jacob Høeg Madsen: ET 2010.171, s. 4.

³⁶¹ Frederik von Barnekow : Lovlig selvfinansiering – Nye regler for ydelse af økonomisk bistand til opkøb af et selskabs egne aktier, RR.7.2009.62, s. 2.

³⁶² Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, 4. udgave, 2014, s. 423.

der ikke træffes en beslutning, som er åbenbart egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller selskabets bekostning, jf. selskabslovens § 108.³⁶³

Eftersom betingelsen om generalforsamlingens godkendelse kan bedømmes objektivt, vil den i praksis ikke give de store udfordringer ved cash pool-ordninger.

4.7.5 Offentliggørelse

Det følger af selskabslovens § 207, stk. 3, at redegørelsen skal offentliggøres i Erhvervsstyrelsens it-system eller være modtaget i Erhvervsstyrelsen med henblik på offentliggørelse senest 2 uger efter generalforsamlingens godkendelse.³⁶⁴

Først og fremmest medfører dette krav om offentliggørelse af redegørelsen, at prisen på kapitalandele ikke kan holdes hemmeligt. Derudover medvirker det til, at kreditorer og kapitalejere bedre kan forholde sig til de mulige konsekvenser af beslutningen om at yde selvfinansiering.³⁶⁵

4.7.6 Forsvarligt inden for de frie reserver

Efter selskabslovens § 208, 1. og 2. pkt. må selskabets samlede økonomiske bistand til tredjemand på intet tidspunkt overstige, hvad der er forsvarligt under hensyntagen til selskabets henholdsvis koncernens økonomiske stilling.

I bestemmelsen er der fastsat en øvre grænse for, hvor stort et beløb der kan anvendes til lovlig selvfinansiering. Det følger selskabslovens § 208, 3. pkt., at kapitalselskabet kun kan anvende beløb, der kan anvendes til udlodning af ordinært udbytte, jf. selskabslovens § 180, stk. 2. Den væsentligste forskel mellem udbytte og lovlig selvfinansiering, er, at udbytte fordeles mellem kapitalejere i forhold til deres ejerandel, jf. selskabslovens § 1, stk. 2, 2. pkt., hvorimod det ikke nødvendigvis er samtlige kapitalejere, der direkte eller indirekte vil få gavn af selvfinansieringen.

De frie reserver, som må benyttes til lovlig selvfinansiering, er beløb, som i selskabets seneste godkendte årsregnskab er opført som overført overskud, samt reserver, som ikke er bundet i henhold til lov eller vedtægter, med fradrag af overført underskud, jf. selskabslovens § 180, stk. 2.³⁶⁶ Dermed kan et selskab tidligst yde selvfinansiering, efter dets første årsrapport er revideret og godkendt.³⁶⁷ Eftersom der udelukkende henvises til selskabslovens § 180, stk. 2, kan det modsætningsvis udledes, at optjent overskud i indeværende regnskabsår som kan udloddes som ekstraordinært udbytte efter selskabslovens § 182, stk. 3, ikke kan anvendes til lovlig selvfinansiering.

Forsvarlighedskravet medfører, at det ikke altid – og formentlig sjældent – vil kunne anses for at være forsvarligt at anvende samtlige af selskabets frie reserver til lovlig selvfinansiering. Selvom det fremgår af årsrapporten, at der er frie reserver, som kan benyttes til udbetaling af udbytte efter selskabslovens § 180, stk. 2, kan dette i sig selv ikke begrunde, at dispositionen anses for at være forsvarlig.³⁶⁸ Det vil altid være en konkret vurdering for ledelsen i selskabet, hvor stort et beløb der kan anvendes

³⁶³ Henrik Kure: U 2011B.293, s. 298 og Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 134. For yderligere kan henvises til Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 563 og Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 994.

³⁶⁴ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 791.

³⁶⁵ Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 564.

³⁶⁶ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 301.

³⁶⁷ Nils Kjellegaard Jensen: Selskabsretlig Håndbog, 2. udgave, 2010, s. 224.

³⁶⁸ Søren Whitt og Lars Bunch: Den nye selskabslovs regler – om udbetaling af midler fra aktieselskaber og anpartsselskaber, R&R 2010, nr. 11, s. 43.

til lån, kaution eller sikkerhedsstillelse.³⁶⁹ Denne helhedsvurdering vil tage udgangspunkt i selskabets økonomiske råderum, hvilket er afgørende for, om den økonomiske bistand kan anses for at være forsvarlig.³⁷⁰

Ifølge ordlyden i selskabslovens § 208, 1. pkt. kunne man foranlediges til at tro, at forsvarlighedsvurderingen skulle foretages løbende, eftersom den lovlige selvfinansiering “*på intet tidspunkt*” må overstige, hvad der er forsvarligt under hensyn til selskabets økonomiske stilling. Imidlertid er det fast antaget i den juridiske litteratur, at vurderingen alene skal foretages på det tidspunkt, hvor bistanden ydes.³⁷¹

Som følge af den flydende pengestrøm i cash pool-ordninger er det særligt relevant at overveje, hvornår forsvarlighedsvurderingen skal foretages. Ved cash pool-ordninger vil vurderingen typisk skulle foretages på det tidspunkt, hvor målselskabets midler indgår i cash pool-ordningen.

Dog skal det bemærkes, at såfremt der sker et (pludselig) fald i selskabets frie reserver, kan det centrale ledelsesorgan som følge heraf ikke nødvendigvis forholde sig passive. Som nævnt i afsnit 3.2.1 kan der efter de konkrete omstændigheder opstå en aktiv handlepligt, da ledelsen skal reagere på kritisable forhold, således at selskabet har det fornødne kapitalberedskab, jf. selskabslovens §§ 115-118. Dette gælder naturligvis også, når koncernselskabet indgår i et cash pool arrangement.

Regnskabsteknisk har det konsekvenser, når selskabet yder økonomisk bistand i form af lovlig selvfinansiering.³⁷² Det beløb, der ydes lovlig selvfinansiering for, skal omklassificeres i selskabets årsregnskab til posten “reserve for udlån og sikkerhedsstillelse”, jf. årsregnskabslovens § 35 a, stk. 1. Reserven er urørlig regnskabsmæssigt, eftersom denne ikke kan formindskes. Således kan beløbet ikke efterfølgende udloddes til kapitalejerne eller anvendes til endnu en selvfinansiering, når det er blevet omklassificeret i selskabets årsregnskab. Med andre ord sikres det, at den frie reserve ikke kan benyttes to gange.³⁷³

I praksis synes denne bestemmelse ikke at volde omfattende problemer ved cash pool-ordninger, eftersom det regnskabsmæssigt kan dokumenteres, om selvfinansieringen kan rummes inden for selskabets frie reserver.

4.7.7 Sædvanlige markedsvilkår

Såfremt tredjemand med økonomisk bistand fra et kapital-selskab erhverver eller tegner kapitalandele i et selskab, følger det af selskabslovens § 209, at ydelsen af den økonomiske bistand skal ske på sædvanlige markedsvilkår.³⁷⁴

³⁶⁹ Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 137.

³⁷⁰ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1025.

³⁷¹ Se for eksempel Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 564, Peer Schauburg-Müller og Erik Werlauff: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 999 samt Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 137.

³⁷² Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 560.

³⁷³ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2012 samt Henrik Kure: Finansieringsret, 1. udgave, 2015, s. 138.

³⁷⁴ Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 565.

Hensynet bag selskabslovens § 209 fremgår af lovens forarbejder, hvori det understreges, at selskabets midler ikke må stilles til rådighed for tredjemand på sådanne vilkår, der forfordeler visse eksisterende kapitalejere, eller på urimelige vis forringer kreditorernes stilling.³⁷⁵ Dog udelukker dette krav ikke, at der efter omstændighederne kan ydes økonomisk bistand til favør kurs.³⁷⁶

Hvad der mere konkret skal forstås ved, at den økonomiske bistand skal ydes på “*sædvanlige markedsvilkår*” fremgår dog hverken udtømmende af loven eller forarbejderne. Det eneste der fremgår af forarbejderne er, at ved “*sædvanlige markedsvilkår*” forstås ikke alene markedrenten men tillige lånets løbetid, sikkerhedsstillelse og kreditvurdering.³⁷⁷

Som det er beskrevet ovenfor i afsnit 3.2.2, er der forskellige synspunkter i den juridiske litteratur i relation til, hvad der skal forstås ved “*sædvanlige markedsvilkår*”. Ifølge Niels Bang og Nicholas Lerche-Gredal skal den økonomiske bistand kunne ydes på samme vilkår som en uafhængig kreditor vil tilbyde.³⁷⁸ Det understreges dog, at betegnelsen “*sædvanlige markedsvilkår*” altid er en konkret vurdering, hvor renten, lånets løbetid og afdragsprofil er afgørende. Modsat anfører Henrik Kure, at der ikke bør tages udgangspunkt i de vilkår, som tredjemand kan opnå i et pengeinstitut, da låntageren ellers ligeså godt kunne optage lånet heri som i selskabet.³⁷⁹

Henrik Steffensen og Lars Bunch m.fl. antager, at selskabet ikke skal stilles ringere ved lånet, men derimod have en indtjening, der modsvarer risikoen ved udlånet.³⁸⁰

Ovenstående illustrerer, at den juridiske litteratur ikke giver et klart billede af, hvad der skal forstås som sædvanlige markedsvilkår. Det kan virke betænkeligt og uhensigtsmæssigt, at ledelsen skal opfylde en uklar betingelse, som de tillige er ansvarlige for. På den baggrund gør det centrale ledelsesorgan klogt i at foretage en konkret vurdering, således at ledelsen senere er i stand til at dokumentere, at vilkårene for selvfinansieringen har været overvejet. Som udgangspunkt gælder ingen skriftlighedskrav, men dette kan anbefales, da bevisbyrden vil være lettere at løfte efterfølgende. Vilkårene skal være sædvanlige på tidspunktet for beslutningen om at yde selvfinansieringen.³⁸¹

4.7.8 Særligt ved målselskabets konkurs

Ansvarsproblemet vil i praksis ofte opstå i de tilfælde, hvor målselskabet er gået konkurs. Det følger af konkurslovens § 110, stk. 1, at kurator ved udførelse af sit hverv skal varetage konkursboets interesser. På den baggrund har kurator på boets vegne en naturlig interesse i at anfægte dispositioners lovlighed under henvisning til, at de anførte betingelser i selskabslovens §§ 206, stk. 3, og 207-209 ikke er opfyldte.

Udgangspunktet er, at kurator har bevisbyrden. Når målselskabet efterfølgende er gået konkurs, vil kurator berettiget kunne argumentere for, at långivningen var uforsvarlig. Når selskabet ikke overlevede efter beslutningen om at yde den økonomiske bistand, kunne det pege i retning af, at den pågældende disposition hverken var forsvarlighed eller i selskabets interesse. De involverede aktører og rådgivere i selskabet, herunder det centrale ledelsesorgan, kan dog argumentere for, at beslutningen

³⁷⁵ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 793.

³⁷⁶ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1025.

³⁷⁷ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1025 ff.

³⁷⁸ Nicholas Lerche-Gredal og Niels Bang: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelser, INSPI nr. 4, 2011, s. 26.

³⁷⁹ Henrik Kure: U 2011.B.293, s. 299.

³⁸⁰ Henrik Steffensen og Lars Bunch m.fl.: Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 418.

³⁸¹ Henrik Kure: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293.

om at yde lovlig selvfinansiering – inden for selskabets frie reserver – stillede selskabets kreditorer bedre, end hvis selvsamme midler var blevet udloddet som udbytte. I den situation hvor målselskabet faktisk havde udloddet de pågældende midler som udbytte, havde konsekvensen været, at selskabets egenkapital var blevet reduceret med det udloddede beløb. Når målselskabet i stedet valgte at anvende midlerne til lovlig selvfinansiering, opnåede selskabet en fordring mod tredjemand, som ikke reducerede selskabets egenkapital.³⁸² I den situation ville midlerne ikke forlade målselskabet definitivt, men tværtimod forblive i selskabet i form af tilgodehavender.³⁸³

Konsekvenserne for moderselskabet i tilfælde af målselskabets konkurs er vidtrækkende. Først og fremmest mister moderselskabet sin investering, eftersom de erhvervede kapitalandelene i – det nu konkursramte – målselskab er værdiløse. Dernæst har moderselskabet en tilbagebetalingspligt af det lånte beløb med derpå løbende renter til konkursboet efter målselskabet, jf. selskabslovens § 215, stk. 1.

5) Sammenfattende

Cash pool-ordninger bliver i stigende omfang anvendt som likviditetsudjævning inden for koncernselskaber, da behovet for fremmedfinansiering herved reduceres, og der opnås stordriftsfordele samt overblik over koncernens samlede likviditet. Bankernes interesse i udbydelse af cash pool-ordninger består i en øget sikkerhedsstilling og modregningsadgang samt muligheden for at tiltrække og bevare kunder.

Cash pooling kan overordnet set inddeles i tre hovedtyper:

For det første *notional cash pooling*, hvor der alene sker en rentekompensation på tværs af koncernens deltagende selskaber, hvilket som udgangspunkt ikke er udtryk for et lån omfattet af § 210, stk. 1. Der sker alene en indbyrdes renteberegning på tværs af selskaberne, idet de enkelte selskabers samlede træk og indeståender rentemæssigt opgøres som et nettobeløb.

For det andet *zero-balancing cash pooling* som medfører en faktisk likviditetsudligning, hvor de berørte koncernselskaber ved dagens slutning overfører eventuelle positive indeståender til én fælles konto. Denne ordning giver tillige en rentemæssig fordel.

For det tredje *single legal account* som er kendetegnet ved, at samtlige af koncernens selskaber har én fælles bankkonto. På denne måde sikres det, at udelukkende bankens nettotilgodehavende hos koncernen forrentes samt, at selskaber med likviditetsbehov reelt låner fra selskaber med overskudslikviditet.

Både *zero-balancing cash pooling* og *single legal account* er udtryk for lån mellem de deltagende selskaber.

Cash pool-ordninger er ikke særskilt reguleret i selskabsloven, men skal bedømmes efter de almindelige begrænsninger for kapitalsekskabers adgang til at foretage udlån, her særligt reglerne om kapitalejerlån i selskabslovens §§ 210-212 og selvfinansiering i selskabslovens §§ 206-209. I mangel af trykt retspraksis om disse reglers anvendelse på de forskellige typer af cash pool-ordninger, bliver

³⁸² Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel: Dansk selskabsret 2, 4. udgave, 2014, s. 315.

³⁸³ Erik Werlauff i Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen: Den nye selskabslov, 1. udgave, 2009, s. 295 ff.

Erhvervsstyrelsens praksis af særlig interesse, når det skal afgøres, hvilke kriterier en konkret cash pool-ordning skal opfylde for at være lovlig.

Med vedtagelse af lov nr. 1547 af 13. december 2016 kan et kapitalselskab lovligt yde lån til og stille sikkerhed for kapitalejere. Betingelserne fremgår nærmere af selskabslovens § 210, stk. 2. Lån og sikkerhedsstillelse som omtalt var tidligere forbudt, når dispositionen skete til fordel for fysiske personer omfattet af personkredsen i selskabslovens § 210. For eksempel kapitalejere, ledelsesmedlemmer og deres nærtstående. Denne personkreds har imidlertid med lovændringen fået mulighed for at indgå i cash pool-ordninger, når betingelserne i selskabslovens § 210, stk. 2 er opfyldt. Dette er primært aktuelt i de mindre selskabsforhold, hvor de nævnte personer vil kunne trække kreditter på en cash pool, når selskabslovens betingelser for at selskabet kunne yde dem lån er opfyldt.

Hvis et moderselskab opfylder definitionen i selskabslovens § 5, nr. 21 eller er omfattet af moderselskabsbekendtgørelsen, indeholder selskabslovens § 211 en adgang til at yde moderselskabslån. Betingelserne i selskabslovens § 210, stk. 2 om, at lånet skal ydes inden for de frie reserver, besluttet af generalforsamlingen og ydes på sædvanlig markedsvilkår, er således *strengere* end selskabslovens § 211, og disse betingelser skal således være opfyldt i forhold til moderselskaber, som ikke opfylder landekriteriet.

Det bemærkes, at selvom et selskab opfylder landekriteriet, kan det være en fordel, at selskabet også opfylder betingelserne i selskabslovens § 210, stk. 2, idet selskabet og dets ledelse i så fald vil stå bedre ved en eventuel konkurs. Argumentet er, at kapitalejerlån alene kan ydes inden for selskabets frie reserver, jf. selskabslovens § 210, stk. 2, nr. 1, hvorved selskabets kreditorer stilles bedre, end hvis selvsamme midler var blevet udloddet som udbytte. Altså vil det være vanskeligt at hævde, at det har været uforsvarligt og dermed ansvarspådragende at have indskudt midler i en cash pool, som andre selskaber har trukket på, hvis indskuddet er sket af frie midler, som kunne være udloddet, jf. nedenfor om forsvarligheds-kriteriet.

For god ordens skyld skal det nævnes, at et selskabs dispositioner skal være forsvarlige, jf. § 115-118 og være i selskabets interesse. På trods af uenighed i den juridiske litteratur³⁸⁴, må det antages, at selskabets interesse i hvert fald omfatter såvel kapitalejernes som kreditorernes interesse.

Selskabsloven § 212 udgør endnu en undtagelse til de betingede kapitalejerlån, eftersom lån, der er udtryk for sædvanlige forretningsmæssige dispositioner, er lovlige. Det kan ikke uden videre udledes, hvad der ligger i formuleringen "*sædvanlig forretningsmæssig disposition*". I relation til cash pool-ordninger har Erhvervsstyrelsen opstillet fire kriterier herfor: 1) cash pool-ordningen skal være almindelig indenfor såvel koncernen som branchen, 2) fordelene skal overstige den risiko, som selskabet påtager sig, 3) formålet må ikke være omgåelse af selskabsloven og 4) dispositionen skal være forsvarlig.

Da det følger af legalitetsprincippet, at Erhvervsstyrelsens ovennævnte administrative praksis skal have hjemmel i lov, giver de af styrelsens anvendte kriterier anledning til nogle hjemmelsspørgsmål.

³⁸⁴ Se eksempelvis Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 31, Lars Bunch og Jan Schans Christensen: Selskabets egeninteresse – Navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U 2011B.1, Thorbjørn Sofsrud: Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1. udgave, 1999, s. 259 og Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 473.

Selv om Erhvervsstyrelsens praksis *på den ene side* har en vis støtte i lovens forarbejder³⁸⁵, er det dog *på den anden side* nødvendigt at undersøge spørgsmålet nærmere, idet styrelsens kriterier ikke kan læses direkte ud af de relevante lovbestemmelers ordlyd, hvilket rejser en række fortolknings-spørgsmål.

Det kan fastslås, at selskabslovens § 206 om selvfinansiering har forrang for selskabslovens § 210 om kapitalejerlån.³⁸⁶ Cash pool-ordninger begrænses således af selvfinansieringsforbuddet, når et målselskab indskyder midler på en cash pool-ordning, der anvendes til at afdrage på akkvisitionsgælden. Ved vurderingen heraf må der skelnes mellem de forskellige typer af cash pool-ordninger.

Udgangspunktet er, at *notional cash pooling* ikke er udtryk for selvfinansiering, idet der blot sker udligning af renteindtægter og –udgifter. Ordningen kan dog efter omstændighederne give anledning til problemer, såfremt målselskabet er det eneste selskab med indlån i det pågældende pengeinstitut, og at det væsentligste udlån er moderselskabets akkvisitionslån. *Zero-balancing cash pooling* og *single legal accout* vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet, når midlerne benyttes til at betale af på akkvisitionsgælden eller udlånes til erhververen (moderselskabet), der herefter indbetaler på akkvisitionsgælden.

Det er kendetegnende for koncerner, at disse ofte er grænseoverskridende. Det har været diskuteret om selskabslovens § 206 fandt anvendelse på udenlandske moderselskaber. Udgangspunktet er, at selskabsloven alene finder anvendelse på danske selskaber. Det synes for vidtgående, når Erhvervsstyrelsen – med henvisning til moderselskabsbekendtgørelsen – udstrækker det danske selvfinansieringsforbud til tilfælde, hvor moderselskabet er udenlandsk. Dette ses i lyset af, at selskabslovens § 211 som undtagelse må fortolkes indskrænkende, hvorfor den ikke kan anvendes i relation til selskabslovens § 206's territoriale anvendelse. For så vidt angår selvfinansieringsforbuddets territoriale anvendelse i relation til udenlandske datterselskaber, må det konkluderes, at selskabsloven ikke skal regulere udenlandske (datter)selskaber, som bidrager til sin egen finansiering.

I relation til det tidsmæssige aspekt og forbindelseskravet, er det afgørende at sondre mellem det *materielle* og *bevismæssige*. Erhvervsstyrelsen har fremhævet i sin administrative praksis, at tiden fra overtagelsen ikke kan tillægges selvstændig betydning for et målselskabs mulighed for at indtræde i en cash pool-ordning.³⁸⁷ Derimod lægger Erhvervsstyrelsen vægt på, hvorvidt målselskabets midler i sidste ende er blevet anvendt til at finansiere dets egen erhvervelse. Flere forfattere i den juridiske litteratur³⁸⁸ anfører dog, at tiden må have en vis bevismæssig betydning.

Reglerne i selskabslovens §§ 206, stk. 3 og 207-209 om lovlig selvfinansiering giver et selskab med overskudslividitet adgang til at deltage i en cash pool-ordning. Paul Krüger Andersen betegner reglen som en "*safe harbour-regel*", idet et (mål)selskab, der iagttagere reglerne kan være sikker på, at selvfinansieringen er lovlig.³⁸⁹ Der kan dog stilles spørgsmålstejn ved, hvor sikker denne "havn" er. En række af betingelserne for lovlig selvfinansiering – specielt betingelsen om, at finansieringen skal være i selskabets interesse – er vage og elastiske, hvilket medfører en usikkerhed, som ledelsen i sidste ende er ansvarlig for, jf. selskabslovens §§ 215, stk. 2 og 361, stk. 1.

³⁸⁵ Betænkning nr. 1498/2008, s. 508 ff.

³⁸⁶ Erik Werlauff: Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 315 ff.

³⁸⁷ Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, R&R nr. 12, 2008.

³⁸⁸ Se eksempelvis Jan Schans Christensen: Selskabsloven – Med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 558, samt Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, 4. udgave, 2014, s. 423.

³⁸⁹ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, 2017, s. 293.

6) Litteraturliste

Anvendt litteratur:

- Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret, 13. udgave, Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2017
- Andersen, Lennart Lynge m.fl.: Gældsloven med kommentarer, 2. udgave, 2007
- Andersen, Anders Nyboe og Melander, Morten: Fra Boss til leveraged buyouts, 1. udgave, 2007
- Bønsing, Sten: Almindelig forvaltningsret, 3. udgave, 2013, s. 283.
- Bunch, Lars og Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, Karnov Group Denmark, 2014
- Christensen, Jens Peter, Jensen, Jørgen Albæk og Jensen, Michael Hansen: Dansk Statsret, 1. udgave, Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2012
- Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret, 4. udgave, Karnov Group Denmark 2014
- Christensen, Jan Schans: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, Karnov Group Denmark, 2012
- Evald, Jens og Schaumburg-Müller, Sten: Retsfilosofi, retsvidenskab og retslære, 1. udgave, 2004
- Germer, Peter: Statsforfatningsret, 5. udgave, Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2012
- Gomard, Bernhard: Obligationsret 1. del, 4. udgave, Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2006
- Gomard, Bernhard og Schaumburg-Müller, Peer: Kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde, 8. udgave, 2015
- Hansen, Søren Friis og Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, 4. udgave, 2014
- Jansen, Justus: International Cash Pooling – Cross-border Cash Management Systems and Intra-group Financing, 1. udgave, Sellier European Law Publishers, 2011
- Jensen, Nils Kjellegaard: Selskabsretlig håndbog, 2. udgave, 2010
- Kruhl, Martin Christian og Sørensen, Ole B.: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, 1. udgave, Karnov Group Denmark, 2014
- Kure, Henrik: Finansieringsret, 1. udgave, Karnov Group Denmark, 2015
- Munck, Noe og Kristensen, Lars Hedegaard: Selskabsformerne, 7. udgave, Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2014
- Revsbech, Karsten, Garde, Jens, Jensen, Jørgen Albæk, Jensen, Orla Friis, Madsen, Helle Bødker og Mørup, Søren Højgaard: Forvaltningsret – almindelige emner, 6. udgave Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2016
- Skjerbek, Søren: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, Thomson Reuters, 2009
- Sofsrud, Thorbjørn: Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1. udgave, Akademisk Forlag, 1999
- Steffensen, Henrik, Bunch, Lars, Nilsen, Jan-Christian og Booker, Thomas: Transaktioner i selskaber – selskabsret, regnskab og skat, 1. udgave, Karnov Group Denmark, 2014
- Sørensen, Karsten Engsig: Selskabsstrukturer, 1. udgave, 2015
- Tamasauskas, Andreas: Erhvervslivets lånoptagelse, 1. udgave, Gjellerup, 2006

- Werlauff, Erik: Selskabsret – med selskabsreformen 2016, 10. udgave, Karnov Group Denmark, 2016
- Werlauff, Erik og Søgaard, Gitte: Koncernretten, 1. udgave, 2015

Anvendte artikler:

- Bang, Niels: Koncernlån og cash pooling efter liberaliseringen af kapitalejerlån, RR 2.2017.43
- Bang, Niels: Aktionærlån i praksis, NTS 2004.444
- Barnekow, Frederik Von: Lovlig selvfinansiering – Nye regler for ydelse af økonomisk bistand til opkøb af et selskabs egne aktier, RR 7.2009.62.
- Bunch, Lars og Christensen, Jan Schans: Selskabets egen interesse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U.2011B.1
- Jacobsen, Søren Vandsø og Schmidt, Christian Lindekilde: Cash pooling i selskabsretlig belysning, NTS 2002.4.451
- Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2012B.293
- Lerche-Gredal, Nicholas og Sørensen, Niels Bang: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelser, INSPI nr. 4, 2011, s. 24-27
- Lund-Andersen, Jacob: Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering. U.2012B.119
- Jacob Høeg Madsen: Selvfinansierings forbuddets territoriale udstrækning, NTS 2006:3
- Melander, Morten: Liberaliseringen af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2?, ET 2007.175
- Seehausen, Jesper: Betinget lovliggørelse af "kapitalejerlån" – nye regler med praktiske udfordringer RR 2017.02.0054
- Werlauff, Erik: Selvfinansieringsforbud contra lex specialis, U.2006B.365
- Wistoft, Morten: Rækkevidden For Lovlig Selvfinansiering i Aktietransaktioner, Retsvidenskabeligt tidsskrift, 2006, afhandling nr. 2

Retsakter:

- Lov nr. 169 af 5. juni 1953 om grundloven
- Lov nr. 370 af 13. juni 1973 om aktieselskabsloven
- Lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber
- Lovbekendtgørelse nr. 11 af 6. januar 2014 om konkursloven
- Lovbekendtgørelse nr. 333 af 31. marts 2014 om gældsloven
- Lovbekendtgørelse nr. 1089 af 14. september 2015 om aktie- og anpartsselskaber
- Lovbekendtgørelse nr. 1580 af 10. december 2015 om årsregnskabsloven
- Bekendtgørelse nr. 275 af 25. marts 2010 om lån til udenlandske moderselskaber

Domme og administrative afgørelser:

- U 2007.2600 H
- U 1999.1429 V
- Erhvervsstyrelsens udtalelse af 5. august 2015
- Erhvervsstyrelsens udtalelse af 11. januar 2013
- Erhvervsstyrelsens udtalelse af 16. april 2013
- Erhvervsstyrelsens udtalelse af 31. oktober 2012
- Erhvervsstyrelsens udtalelse af 15. februar 2011
- Erhvervsstyrelsens udtalelse af 15. marts 2011

Lovforarbejder:

- Lovforslag LFF 2016-10-05 nr. 23, s. 5 (Forslag til lov om ændring af selskabsloven og årsregnskabsloven)
- Lovforslag L 170 af 25. marts 2009 om aktie- og anpartsselskaber
- Betænkning nr. 1498 af november 2008 om modernisering af selskabsretten

Elektroniske kilder:

- <https://www.danskebank.com/en-gb/Corporate-Banking/Payments-and-Cash-Management/Liquidity-and-Interest-Management/Pages/Interest-Netting.aspx>
- http://www.nordea.dk/Images/38-49243/Cash_Pool_Services_Koncernkonto.pdf
- https://www.nordea.com/Images/33-46934/Cash_Pool_Services_Zero_Balancing.pdf

Øvrige kilder:

- Erhvervs- og Vækstministeriet: Høringsnotat vedrørende forslag til lov om ændring af selskabsloven og årsregnskabsloven, 2016. (<http://www.ft.dk/samling/20161/lov-forslag/123/bilag/1/1671659.pdf>)
- Erhvervsstyrelsens notat ”Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber” (sag 01-178.795), Folketingstidende 1981-82, Tillæg A, sp. 2885.