

Kan ledelsen i et koncernselskab varetage koncerninteressen på bekostning af selskabets egeninteresse?

Are the management of a subsidiary entitled to act
in the group interest at the expense of
the subsidiary's self-interest?

af ANDERS MØLLER PURUP og FREDERIK CHRISTENSEN

Ifølge et selskabsretligt princip skal et selskab – fordi det udgør en selvstændig juridisk enhed - varetage sin egen interesse. Når selskabet indgår i en koncern, forekommer der et ekstra lag af interesser - koncerninteresser – som potentielt kan varetages af den enkelte selskabsledelse. Koncerndannelse skaber altså rum for, at selskabsinteressen konkret tilsidesættes til fordel for koncerninteressen, og dette stiller ledelsen i koncernselskaberne i et dilemma. Må ledelsen i et koncernselskab hjemtage koncernfordele på bekostning af selskabets egeninteresse med den konsekvens, at det selskabsretlige grundprincip om selvstændighed herved tilsidesættes til fordel for koncerninteressen? Og er det overhovedet muligt – gennem det ledelsesmæssige fællesskab i koncernen – at pålægge koncernselskaber at tilsidesætte egeninteressen til fordel for koncerninteressen?

I denne afhandling undersøges det, hvorvidt ledelsen i et koncernselskab kan varetage koncerninteressen på bekostning af selskabets egeninteresse. Der henses både til den situation, hvor selskabet modtager instruks fra sit moderselskab om varetagelse af koncerninteressen, samt den situation, hvor ledelsen egenhændigt prioriterer koncerninteressen. Med udgangspunkt i dansk og udenlandsk selskabsret foretages endvidere en undersøgelse af, om der findes en løsning på dilemmaet om koncerninteressens legitimitet.

Afhandlingens problemstilling belyses gennem tre overordnede afsnit. Første del indtager et teoretisk perspektiv, hvor formålet indledningsvist er at klarlægge indholdet af begreberne »selskabsinteresse« og »koncerninteresse«, som der ikke findes en entydig definition på i hverken selskabsloven, retspraksis eller retslitteraturen. Efterfølgende undersøges det ledelsesmæssige fællesskab i en koncern, herunder moderselskabets ledelsesret, med henblik på at fastlægge, i hvilket omfang et moderselskab (lovligt) kan instruere koncernselskaberne til at varetage koncerninteressen fremfor selskabets egeninteresse. I anden del undersøges nogle i praksis ofte forekommende koncerninterne dispositioner, der indebærer en afvejning af selskabsinteressen overfor koncerninteressen, navnlig koncernintern kaution og sikkerhedsstillelse samt cash-pool ordninger. I tredje og sidste afsnit analyseres et udsnit af tysk, fransk og europæisk ret, med det overordnede formål at overveje, om der heri kan søges inspiration til, hvorledes dilemmaet om koncerninteressens legitimitet kan imødekommes i dansk ret. Der sættes endvidere særligt fokus på netto-synspunktet, som i dansk ret synes at være det mest realistiske bud på, hvordan problemet kan løses, men som samtidig er en løsning, der rejser en række spørgsmål, der tilmed diskuteres.

Det konkluderes, at et selskab ikke alene kan disponere til fordel for koncernen på bekostning af selskabets egeninteresse. At selskabet indgår i en koncern, kan imidlertid berettiger til en bredere vurdering af selskabets interesse, netop fordi koncerndeltagelsen konkret kan kaste fordele af sig, som ud fra et nettosynspunkt berettiger selskabet til at varetage koncerninteressen i et større eller mindre omfang.

Indholdsfortegnelse

| | |
|--|-----------|
| Abstract | 3 |
| 1. Indledning | 4 |
| 1.1. Præsentation af emnet | 4 |
| 1.2. Problemformulering | 5 |
| 1.3. Struktur | 5 |
| 1.4. Afgrænsning | 6 |
| 1.5. Metode | 6 |
| Første afsnit: Den teoretiske del | 7 |
| 2. Selskabsinteressen | 7 |
| 2.1. Indledende | 7 |
| 2.2. Selskabsloven og generalklausulerne | 7 |
| 2.3. Kreditorinteresse og håbløshedstidspunkt | 9 |
| 2.4. The business judgement rule | 10 |
| 2.5. Selskabets interessenter – Stakeholder vs. shareholder | 11 |
| 2.6. Selskabets vedtægtsbestemte formål | 12 |
| 2.7. Sammenfatning | 13 |
| 3. Koncerninteressen | 13 |
| 3.1. Indledende | 13 |
| 3.2. Koncernretten som disciplin | 14 |
| 3.3. Koncerndefinitionen | 14 |
| 3.4. Strukturen i en koncern | 15 |
| 3.4.1. En analyse af retslitteraturens forståelse af »koncerninteressen« | 16 |
| 3.5. Sammenfattende | 17 |
| 4. Fælles ledelse af koncernen | 18 |
| 4.1. Indledende om problemet | 18 |
| 4.2. Kapitalejernes ledelsesret efter SL § 76 | 19 |
| 4.2.1. Moderselskabets som kapitalejer, herunder retten til at udpege ledelsen | 19 |
| 4.2.2. Begrænsning af ledelsesretten på generalforsamlingen | 19 |
| 4.3. Fælles ledelse af koncernen via en koncernledelse | 21 |
| 4.3.1. Koncernledelse efter selskabsloven | 22 |
| 4.3.2. Generelle argumenter imod adgangen til koncernledelse | 24 |
| 4.3.3. Koncernledelse uden for selskabsloven | 27 |
| 4.3.4. Sammenfattende om adgangen til koncernledelse | 28 |
| 4.4. Forholdet mellem selskabsinteressen og koncerninteressen | 29 |
| 4.4.1. Indledende | 29 |
| 4.4.2. Begrænsninger i udøvelsen af koncernledelse i praksis | 29 |
| 4.4.3. Koncerninteressens legitimitet – fra et teoretisk synspunkt | 31 |
| 4.4.4. Et nettosynspunkt | 32 |
| 4.4.5. Nettobetragtningens udfordringer | 33 |
| 4.5. Sammenfattende | 34 |
| Andet afsnit: Interessevaretagelsen i praksis | 35 |
| 5. Kaution og sikkerhedsstillelse for koncernselskaber | 35 |

| | | |
|--|--|-----------|
| 5.1. | <i>Indledende</i> | 35 |
| 5.2. | <i>Forsvarlighedskriteriet ctr. selskabsinteressen</i> | 35 |
| 5.3. | <i>Selskabsinteressen – direkte eller indirekte betragtning</i> | 36 |
| 5.3.1. | Kaution og sikkerhedsstillelse for et datterselskabs forpligtelser | 37 |
| 5.3.2. | Kaution og sikkerhedsstillelse for et søsterselskabs forpligtelser | 39 |
| 5.3.3. | Kaution og sikkerhedsstillelse for et moderselskabs forpligtelser | 40 |
| 5.4. | <i>Sammenfatning</i> | 41 |
| 6. | Cash pool-ordninger | 42 |
| 6.1. | <i>Indledende</i> | 42 |
| 6.2. | <i>Reguleringen af cash pool-ordninger</i> | 42 |
| 6.2.1. | Lovregulering | 42 |
| 6.2.2. | Erhvervsstyrelsens praksis | 43 |
| 6.3. | <i>Forskellige typer af cash pool-ordninger</i> | 44 |
| 6.4. | <i>Selskabets interesse i en cash pool-ordning</i> | 45 |
| 6.5. | <i>Forsvarlighedskravet og selskabets interesse</i> | 47 |
| 6.6. | <i>Sammenfattende</i> | 48 |
| Tredje afsnit: Udenlandske retskilder og mulige løsninger | | 48 |
| 7. | Udenlandske retskilder | 48 |
| 7.1. | <i>Indledende</i> | 48 |
| 7.2. | <i>Analyse af den kodificerede koncernret: Tysk ret</i> | 49 |
| 7.2.1. | Indledende om den tyske »Konzernrecht« | 49 |
| 7.2.2. | Aftalekoncerner: Beherskelsesaftale – »Beherrschungsvertrag« | 49 |
| 7.2.3. | Faktiske koncerner | 52 |
| 7.2.4. | Den tyske koncernret som løsningsmodel | 53 |
| 7.2.5. | Sammenfattende | 54 |
| 7.3. | <i>Den franske tilgang: Rozenblum-doktrinen</i> | 55 |
| 7.3.1. | Indledende | 55 |
| 7.3.2. | Rozenblum-sagen | 55 |
| 7.3.3. | Indhold og kriterier | 56 |
| 7.3.4. | Rozenblum-doktrinen i dansk ret | 56 |
| 7.3.5. | Sammenfattende | 58 |
| 7.4. | <i>Reguleringen af koncerner i EU-ret</i> | 58 |
| 7.4.1. | Kort om udviklingen og den nuværende situation | 58 |
| 7.4.2. | EU-retlige tiltag som løsningsmodel | 60 |
| 8. | Mulige løsninger i dansk ret | 60 |
| 8.1. | <i>Nettobetragtningen som løsningsmodel</i> | 60 |
| 8.2. | <i>Regulering via vedtægter og ejeraftaler</i> | 63 |
| 8.2.1. | Vedtægtsmæssig regulering | 63 |
| 8.2.2. | Regulering via ejeraftaler | 64 |
| 9. | Konklusion | 64 |
| 10. | Litteraturfortegnelse | 66 |

Abstract

This thesis examines the extent to which the management in a subsidiary, solely or according to instructions from the parent company, can act in the group interest at the expense of the subsidiary's self-interest. Subsequently the thesis examines different possibilities in the company law on how to solve the dilemma of acting according to the group interest at the expense of the subsidiary's self-interest.

Corporate groups are considered as groups of companies that are legally independent and separated, but economically associated. The diametrically opposite elements of legal independence and economic association have a large possibility to create tension between the interests of the different parties involved. On one hand the Danish Companies Act requires every legal entity to pursue its own interest, on the other hand the management in subsidiaries in corporate groups in practice acts in the interest of the group as a whole to utilize the advantages of a group structure. Is there any legal basis for the management in a subsidiary to act in the interest of the group as a whole at the expense of the subsidiary's self-interests?

To establish the extent to which a subsidiary can act solely in the interest of the group, the thesis examines relevant legislation and caselaw. Furthermore, the thesis analyses different situations that arise in practice where subsidiaries have an interest in acting in the group interest. Typically, these situations occur when financing is required, and the financier requires a guarantee from another subsidiary in the group, when establishing cash pool-arrangements or arranging internal transactions. Finally, the thesis examines relevant legislation and caselaw from Germany, France and the EU. Especially the *Rozenblum-doctrine* developed in the French Cour de cassation is an interesting approach solving the dilemma on acting to benefit the group at the expense of the subsidiary's self-interest. By analyzing international company law combined with Danish company law the thesis suggests different solutions to the management when acting in the group interest, and subsequently discuss advantages and disadvantages regarding the solutions.

Based on legislation and jurisprudence the thesis concludes that the management of a subsidiary cannot – neither by its own decision nor according to instructions from the parent company – act solely in the interest of the group at the expense of the subsidiary's self-interest. However, the self-interest of a subsidiary in a corporate group is to be considered broader and in a longer term, because the advantages of being a part of the group may equalize the disadvantages of acting in the group interest. A disadvantage for the subsidiary must always eventually be equalized by a factually documented advantage, although it is undetermined, and an issue in Danish company law, how and when the documentation must be materialized. Consequently, the thesis concludes that a subsidiary can act in the interest of the group at the subsidiary's own expense, as long as the disadvantage is eventually equalized by a documented advantage.

1. Indledning

1.1. Præsentation af emnet

I dansk selskabsret anerkendes kapitalselskaber som selvstændige juridiske enheder, og dertil hører et grundlæggende princip om, at selskabet handler på egne vegne – i selskabets »egen interesse«. Selskabsretten forudsætter således, at ledelsen i danske kapitalselskaber handler autonomt og alene varetager selskabets egen interesse. Selskabsinteressen er imidlertid et begreb, som der hverken i teorien eller i retspraksis findes nogen egentlig definition på, men som gentagne gange anvendes i selskabsloven. Indgår selskabet ydermere i en koncern forekommer et ekstra lag af interesser - koncerninteresser - som potentielt kan varetages af det enkelte selskab. Mens selskabsinteressen trods alt anerkendes i selskabsloven, uagtet at den er undefineret, så er koncerninteressen som begreb hverken anvendt eller anerkendt i selskabsloven. Der er ikke tvivl om, at koncernforbindelsen i flere tilfælde kan og vil indvirke på selskabets egen interesse, og ganske ofte vil der netop være et betydeligt sammenfald mellem selskabets og koncernens interesser. Det forekommer således heller ikke pr. definition som et problem, at et koncernselskab varetager koncerninteressen. Problemet opstår, når koncernfordele hjemtages på bekostning af det enkelte selskab, da det selskabsretlige grundprincip om selvstændighed i sådanne situationer synes at blive negligeret til fordel for koncerninteressen. Spørgsmålet er her, om selskabsinteressen kan udbredes til også at omfavne

koncerninteressen, også når den enkelte disposition strider mod selskabets interesse. Det er med andre ord uafklaret, i hvilket omfang man under gældende ret vil anerkende, at et koncernselskab – for at hjemtage koncernfordele – tilsidesætter den egeninteresse, som der tilmed ikke findes en entydig definition på.

Som udslag af ovenstående diskrepans mellem det selskabsretlige udgangspunkt om selvstændighed og koncerninteressens legitimitet, forekommer det i praksis som et dilemma for ledelsen i datterselskabet, om instruktioner fra moderselskabet, som indebærer en tilsidesættelse af det enkelte selskabs interesser, skal og bør følges. Rammerne for, i hvilket omfang et moderselskab overhovedet kan give denne slags instruktioner er ydermere ikke fastlagte i den danske koncern- og selskabsret, men ikke desto mindre er det til stadighed netop moderselskabets ledelsesret, som aktualiserer spørgsmålet om koncerninteressens legitimitet, eftersom moderselskabet ofte vil være parat til at tilsidesætte et datterselskabs egeninteresse, hvis det konkret fremmer koncernens samlede behov og interesser.

Mulige konsekvenser ved tilsidesættelse af selskabets egeninteresse er et ledelsesansvar eller – hvis selskabet går konkurs - omstødelse, hvilket illustrerer emnets betydelige relevans. Der forekommer således oplagt anledning til at undersøge, hvordan dilemmaet juridisk bør håndteres i dansk kontekst. Til formålet søges inspiration i udvalgt udenlandsk ret, hvor dilemmaet er håndteret på forskellig vis.

Det er på ovenstående baggrund, at følgende problemformulering er udformet.

1.2. Problemformulering

I hvilket omfang kan ledelsen i et koncernselskab varetage koncerninteressen på bekostning af selskabets egen interesse, dels når selskabet modtager instruks fra sit moderselskab herom, dels når ledelsen egenhændigt prioriterer koncerninteressen?

Med afsæt i den danske og udenlandske selskabsret undersøges endvidere, hvordan dilemmaet om varetagelsen af koncerninteresser på bekostning af selskabets interesser selskabsretligt kan imødekommes.

1.3. Struktur

Afhandlingen er struktureret i tre overordnede afsnit. Første afsnit indtager et teoretisk perspektiv, og har indledningsvist til formål at klarlægge indholdet af begreberne »selskabsinteresse« og »koncerninteresse«. Dette sker med afsæt i selskabsloven og retslitteraturen, og resultaterne vil blive anvendt som reference igennem resten af afhandlingen. Første afsnit har endvidere til formål at undersøge det ledelsesmæssige fællesskab, som ofte vil eksistere i koncerner, og dette med henblik på at klarlægge, i hvilket omfang et moderselskab eller en koncernledelse overhovedet (lovligt) kan instruere koncernselskaberne til at varetage koncerninteressen fremfor selskabernes egen interesse. I andet afsnit foretages en analyse af nogle i praksis forekommende dispositioner, der oftest indebærer en afvejning af selskabsinteressen overfor koncerninteressen. Mere specifikt vil koncernintern kautio og sikkerhedsstillelse samt cash pool-ordninger analyseres, og afsnittet har til formål at afdække, hvorvidt koncernselskaber kan foretage sådanne dispositioner uden at komme på kant med loven eller princippet om selskabsinteressens forrang. I tredje og sidste afsnit analyseres tysk, fransk og europæisk ret, med det overordnede formål at overveje, om der heri kan søges inspiration til, hvorledes dilemmaet om koncerninteressens legitimitet kan imødekommes i dansk ret.

1.4. Afgrænsning

Afhandlingen antager en selskabsretlig tilgangsvinkel, således at der alene fokuseres på selskabsretlig lovgivning, litteratur og retspraksis. Der inddrages således hverken skattemæssige, erstatnings- eller insolvensretlige spørgsmål, selvom blandt andet ledelsesansvar og omstødelhedsbetragtninger unægtelig kunne anses relevante, når en selskabsledelse tilsidesætter selskabsinteressen med enten tilsligtet eller utilsligtet skade til følge. Afgrænsningen kan forklares med det begrænsede omfang, som afhandlingen må antage, ligesom det falder uden for afhandlingens formål at gå i dybden med øvrige retsområder.

Fordi afhandlingen begrænses til selskabsretten, vil den danske selskabslov naturligt spille en central rolle. Som konsekvens heraf vil alene kapitalselskaber være relevante for afhandlingens formål.

I afhandlingens andet afsnit er kautio og sikkerhed samt cash pool-ordninger udvalgt som koncerninterne dispositioner, der skal belyse dilemmaet i praksis. Det er af hensyn til afhandlingens omfang, at alene disse koncerninterne dispositioner behandles, da der i praksis forekommer mange scenarier, hvor dilemmaet om koncerninteressens legitimitet opstår.

I relation til afhandlingens tredje afsnit, hvor der søges inspiration i udenlandsk ret, behandles alene tysk, fransk og europæisk ret. Dette er et udslag af, at der i Tyskland er foretaget en lovregulering af det for afhandlingen centrale spørgsmål - koncerninteressens legitimitet – og fordi Danmark i almindelighed ofte skeler til Tyskland mht. lovregulering. I fransk ret er Rozenblum-doktrinen udviklet, og denne er naturligt også udvalgt til behandling, da den angår netop dilemmaet mellem koncern- og selskabsinteressens varetagelse. Afsnittet er dog afgrænset således, at fransk ret ikke inddrages i andet omfang end Rozenblum-doktrinen. I relation til EU-retlige tiltag, gøres der fortrinsvist nogle observationer i forhold til, hvor harmoniseringen er på vej hen, og afsnittet herom udgør således snarere en prognose end en løsningsmodel.

1.5. Metode

Afhandlingen er udfærdiget ved anvendelse af den traditionelle juridiske og retsdogmatiske metode. Det er således målsætningen at beskrive, analysere og systematisere relevante retskilder med det formål at fastlægge gældende ret – *de lege lata*.¹ Det er hovedsageligt danske retskilder, herunder love, lovforarbejder, retspraksis og juridisk litteratur, som vil blive underlagt metoden. Med henblik på at identificere eventuelle løsninger i udenlandsk ret, vil også udenlandske retskilder blive aktuelle. I forlængelse heraf bemærkes forfatterens begrænsede tyske og franske sprogkundskaber, hvorfor alene dansk- og engelsksprogede kilder er anvendt til formålet. Disse vil navnlig være andenhåndskilder, i hvilken relation der må tages forbehold for afvigelser i forståelsen af retstilstanden i udlandet.

Det skal tillige bemærkes, at flere anvendte retskilder er af ældre dato, heriblandt de tidligere udgaver af selskabsloven samt ældre juridisk litteratur, men inddrages på trods af dette i vidt omfang. Koncernretten har ikke været genstand for udvikling i mange år, og retskilderne belyser derfor stadigvæk problemstillingen tilstrækkeligt.

Afhandlingen vil i høj grad behandle problemstillingen på et teoretisk plan. Dette skyldes, at problemstillingen netop ikke er reguleret ved lov og heller ikke har udmundet sig i retspraksis af særlig stort omfang. Derimod har emnet været genstand for stor behandling i retslitteraturen, hvorfor gældende ret søges fastlagt primært via en grundig analyse af retslitteraturen på området.

¹ Evald: Juridisk teori, metode og videnskab: 2. udg., s. 15 og Blume: Retssystemet og juridisk metode, 4. udg., s. 32.

Fordi problemstillingen skaber en usikker retstilstand i praksis, vil afhandlingens sidste del have til formål at anstille nogle betragtninger i forhold til mulige løsninger på det i indledningen beskrevne dilemma, samt diskutere fordele og ulemper ved disse. Disse betragtninger vil være udtryk for såkaldte retspolitiske overvejelser – *de lege ferenda*.²

Første afsnit: Den teoretiske del

2. Selskabsinteressen

2.1. Indledende

Det skal indledningsvist konstateres, at kapitalselskaber udgør selvstændige juridiske personer; det enkelte selskab kan i *eget navn* påtage sig forpligtelser og opnå rettigheder. Som en refleksvirkning af dette og af at kapitalejernes hæftelse er begrænset, jf. SL § 1, stk. 2, må selskabet forfølge sine egne interesser. I selskabsloven refereres der direkte til selskabets interesse, men nogen egentlig definition af selskabsinteressen findes desuagtet ikke i hverken loven, forarbejderne til loven eller i retspraksis, og dette har foranlediget større teoretisk behandling af netop selskabsinteressen som begreb i den juridiske litteratur. Dette afsnit skal med afsæt i selskabsloven søge at afgrænse og definere den almindelige selskabsinteresse – uden at hense til at selskabet indgår i en koncern.

Det er selvfølgelig, at et selskab ikke *selv* kan disponere, selvom forpligtelser og rettigheder tilfalder selskabet som en selvstændig enhed³. Det er ledelsen – medlemmerne af bestyrelsen og direktionen – som disponerer på selskabets vegne, men således at pligter og rettigheder tilfalder selskabet og kun selskabet. I relation til selskabsinteressen er det derfor oplagt at se på hvordan ledelsen, dvs. dem som reelt skal, bør og kan varetage selskabsinteressen, har mulighed for dette.

Hvor der opstår konflikter mellem selskabets interesse og ledelsens egne interesser, er ledelsen forpligtet til at lade selskabets interesser gå forud.⁴ Direktionen, bestyrelsen og et eventuelt tilsynsråd⁵ har med andre ord en loyalitetspligt over for selskabet.⁶ Denne loyalitetspligt er udtryk for ledelsens forpligtelse til at varetage selskabets selvstændige interesse.

2.2. Selskabsloven og generalklausulerne

Kapitalejerer er i selskabsloven tillagt forvaltningsmæssige beføjelser i form af blandt andet stemmeret på generalforsamlingen. På generalforsamlingen kan kapitalejerne i vidt omfang varetage egne egoistiske interesser, og ligesom det fremgår af betænkning nr. 1498 af 2008, så har en kapitalejer »*som sådan ingen pligt til at fremme selskabets interesser*«, og det er således som udgangspunkt tilladt at »*konkurrere med selskabet*« som kapitalejer.⁷ Således kan kapitalejerne altså stemme i egen interesse i de anliggender, som skulle være til afstemning, eller fx vælge en ledelse, som anses at ville lede selskabet i den af kapitalejerne ønskede retning.⁸ Egentlige misbrugstilfælde, forårsaget af kapitalejerne på generalforsamlingen, rammes imidlertid af SL § 108, som er den ene af to generalklausuler i selskabsloven. Bestemmelsen har følgende ordlyd (egen fremhævelse):

² Evald: Juridisk teori, metode og videnskab, 2. udg., s. 155.

³ Hedegaard Kristensen m.fl. i ET 2017.210, s. 1.

⁴ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 339.

⁵ Selskabsledelsen kan organiseres på forskellige måder, jf. SL § 111.

⁶ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 316 og 339.

⁷ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1240.

⁸ Hedegaard Kristensen m.fl. i ET.2017.210, s. 2 småtryk og Gam Madsen m.fl. i U.2017B. 129, s. 1.

§ 108. Der må på generalforsamlingen ikke træffes beslutning, som åbenbart er egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller kapitalselskabets bekostning.

Bestemmelsen medfører, at en given disposition *kan* være uforbindende i forhold til andre kapitalejere hhv. selskabet, og dels kan kapitalejerne ifalde erstatningsansvar i forhold til disse, jf. SL § 362.⁹

Som en pendant til § 108 kan heller ikke selskabsledelsen varetage enkelte kapitalejeres interesser (fx majoritetens), hvis dette sker på bekostning af andre kapitalejeres interesser, jf. SL § 127, der i den selskabsretlige litteratur også er kendt som en generalklausul. Ledelsen i selskabet skal således alene foretage dispositioner, som er i selskabets interesse¹⁰, og princippet om varetagelse af selskabsinteressen kan siges at have karakter af en selskabsretlig grundsætning.¹¹ SL § 127 har følgende ordlyd (egen fremhævning):

§ 127. Medlemmerne af kapital-selskabets ledelse må ikke disponere således, at dispositionen er åbenbart egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller kapital-selskabets bekostning. Medlemmerne af kapital-selskabets ledelse må ikke efterkomme generalforsamlingsbeslutninger eller beslutninger truffet af andre selskabsorganer, hvis beslutningen måtte være ugyl-dig som stridende mod lovgivningen eller kapital-selskabets vedtægter.
Stk. 2. [Udeladt].¹²

Når lovgiver i SL §§ 108 og 127 ikke nøjes med at referere til »andre kapitalejere«, men også tilgodeser kapital-selskabet som selvstændigt interessesubjekt, jf. »kapital-selskabets bekostning«, forudsættes det, at kapitalejernes interesser ikke (nødvendigvis) er sammenstemmende med selskabets egeninteresse.¹³ I det tilfælde kapitalejernes interesser var direkte sammenfaldende med selskabets interesse, havde det ud fra en modsætningslutning været tilstrækkeligt, hvis det alene var anført, at der ikke må foretages dispositioner, som er i strid med kapitalejernes interesser. Bestemmelserne giver således grundlag for at konstatere, at lovgiver i hvert fald ikke nødvendigvis mener, at kapitalejerne og selskabet har sammenfaldende interesser.

Lars Bunch og Jan Schans Christensen antager, at et selskabs interesse er udtryk for kapitalejernes »kollektive interesse«, og henviser i den forbindelse til bemærkningerne i forslaget til SL § 108.¹⁴ Heri anføres det nemlig, at referencen til ikke alene kapitalejernes interesse, men også til selskabets interesse, har til formål at sikre, at generalklausulerne også finder anvendelse i de situationer, hvor en på generalforsamlingen truffet beslutning ikke rammer de andre kapitalejere direkte, men fordelene hjemtages på kapital-selskabets bekostning, hvormed aktionærene rammes indirekte¹⁵. Den kollektive interesse er med andre ord et udtryk for en »afledt« interesse, som kapitalejerne har i selskabet. Opfattelsen synes korrekt og har tilmed støtte flere steder i teorien.¹⁶

⁹ Hedegaard Kristensen m.fl. i ET.2017.210, s. 2 småtryk.

¹⁰ Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 55.

¹¹ Søgaard i U.2019B.227, s. 330.

¹² Lovbekendtgørelse 2019-07-23 nr. 763 om aktie- og anpartsselskaber.

¹³ Bunch m.fl. i U.2011B.1, s. 2.

¹⁴ Ibid., s. 2.

¹⁵ Betænkning nr. 540/1969, side 118.

¹⁶ Se fx Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 55: »Det kan tilsluttes, når Bunch og Schans Christensen antager, at selskabets interesse som udgangspunkt er lig med kapitalejernes kollektive interesse i selskabet, ...«.

Det må til ovenstående bemærkes, at det også i retslitteraturen er hævdet, at de selskabsretlige general-klausuler *ikke* er udtryk for en mere generel grundsætning om, at selskaber har en selvstændig egen interesse. Således anfører Andreas Tamasauskas, at »*de næppe kan antages at være udtryk for en mere generel grundsætning om, at selskaber har en selvstændig egeninteresse som ikke må krænkes ved sådanne dispositioner.*«¹⁷ Videre anfører Tamasauskas som begrundelse, at noget sådant ville være uforeneligt med generalforsamlingens omnipotens og umuliggøre koncerndannelse. Dette synspunkt ses ikke at have opbakning andre steder i retslitteraturen og lægges heller ikke til grund for den videre behandling.

2.3. Kreditorinteresse og håbløshedstidspunkt

Den såkaldte kollektive interesse fortrænges i insolvenstilfælde af kreditorernes interesse.¹⁸ Dette illustreres tydeligst ved den kendsgerning, at kapitalejerne, i insolvenstilfælde, kun har ret til de midler, der måtte være tilbage, efter at kreditorerne har fået dækning for deres krav. Det er på denne baggrund flere steder i teorien også antaget, at selskabsinteressen ikke alene er udtryk for kapitalejernes kollektive interesse, men også kreditorernes interesse.¹⁹

Carsten Fode og Mette Neville anfører, at der kan ses et skift i selskabsinteressen på et tidligere tidspunkt end insolvenstilfælde, nemlig allerede når »*bestyrelsen indser, at selskabet er i fare, eller når banken strammer op.*«²⁰ Det er i forlængelse med dette synspunkt oplagt at overveje det såkaldte håbløshedskriterium, idet retspraksis viser, at ledelsesmedlemmer kan ifalde erstatningsansvar, når driften ikke indstilles i tide.²¹ Mere konkret er der tale om de tilfælde, hvor ledelsen vælger at fortsætte driften af selskabet på et tidspunkt, hvor ledelsen enten vidste eller burde vide, at en sådan fortsat drift vil medføre, at kreditorerne påføres (yderligere) tab.²²

Fra domspraksis kan der til illustration henvises til U 1977.274 H, hvor et selskab, som drev et stormagasin, bestilte varer på kredit hos en leverandør. På dagen for leverancen blev der afholdt et bestyrelsesmøde i selskabet, og senere samme dag blev det på generalforsamlingen besluttet at lade selskabet træde i likvidation som insolvent. Leverandøren lagde sag an mod bestyrelsen, idet han gjorde gældende, at selskabet havde modtaget varer på kredit på trods af kendskabet til, at selskabet med stor sandsynlighed ville træde i likvidation, hvilket afledte et tab for leverandøren. Højesteret lagde vægt på det forhold, at der - selvom muligheden for at videreføre selskabet var yderst ringe - førtes seriøse forhandlinger med selskabets bank og advokater for at finde en løsning.²³ Der var med andre ord en reel chance for, at selskabet kunne vidredrives, hvorfor leverandøren ikke fik medhold i sin erstatningspåstand. Sagen illustrerer, hvordan ledelsen under (andre) »rette« omstændigheder kan ifalde ansvar for ikke at indstille driften i tide, idet kreditorerne derved lider et større tab (dividende i konkurs) end ellers.

Sagen illustrerer ligeledes – og mere vigtigt i forhold til selskabsinteressen – at der sker *et skift* i selskabsinteressen, når og såfremt selskabet befinder sig i en økonomisk håbløs situation, idet kreditorerne her indtræder som de egentlige interessebærere. Denne situation er endnu klarere, hvor selskabet i forvejen har en negativ egenkapital, idet kapitalejerne som bekendt har begrænset hæftelse og derfor maksimalt

¹⁷ Tamasauskas: Erhvervslivets låneoptagelse, s. 228.

¹⁸ Bunch m.fl. i U.2011B.1, s. 2-4.

¹⁹ Bunch m.fl. i U.2011B.1, s. 2 og Ibenfeldt i U.2017B.192, s. 194.

²⁰ Fode m.fl.: SMV bestyrelsen – hele vejen rundt, 1. udg., s. 356.

²¹ Bunch m.fl. i U.2011B.1, s. 2.

²² Rammeskov Bang Pedersen m.fl.: Rekonstruktion, 2. udg., s. 601 ff.

²³ Se også Rammeskov Bang Pedersen m.fl.'s gennemgang af dommen: Rekonstruktion, 2. udg., s. 601 f.

kan tabe sit indskud. I sådanne tilfælde er det i praksis uden betydning for kapitalejerne, at driften fortsættes, da de allerede har tabt det, som de maksimalt kan tabe.²⁴ Det såkaldte håbløshedskriterium udgør således i praksis en adgang for domstolene til at lade hensynet til kreditorerne veje tungest, ligesom ledelsen skal indstille driften alene båret af hensyn til kreditorerne, hvorved selskabsinteressen – den interesse, som selskabet skal drives i – kan udledes.

Sø- og Handelsretten afsagde i 2015 en dom²⁵ (*herefter benævnt Kiwi-dommen*), som synes at bekræfte, at kreditorhensyn er en del selskabsinteressen.²⁶ Der var i dommen tale om et helejet datterselskab, som havde oprettet en pantsætningsaftale, hvorved dette datterselskab stillede sikkerhed for et lån, som en bank havde ydet til et søsterselskab. Lånet blev ydet på et tidspunkt, hvor datterselskabets egenkapital var negativ, og dette blev tillagt særlig vægt i rettens bedømmelse. Pantsætningsaftalen fandtes ugyldig på grund af selskabets manglende interesse i dispositionen.²⁷ Dommen indikerer således, at kreditorhensyn er en del af selskabsinteressen, hvilket særligt understøttes af det faktum, at der ikke var minoritetsaktionærer i datterselskabet. Derudover understøtter dommen Fode og Nevilles synspunkt om, at der sker et skift i selskabsinteressen, hvor en disposition medfører selskabets insolvens.

2.4. The business judgement rule

Som det blandt andet kan udledes af ovenstående gennemgang vedrørende håbløshedstidspunktet samt SL § 127, så er det i vidt omfang ledelsen som konfronteres med dilemmaet om, hvad der er i selskabets interesse, og hvad der ikke er. Det er selvforklarende, at ledelsen skal bestræbe sig på at drive selskabet forretningsmæssigt bedst muligt. Dette kommer også til udtryk i SL §§ 115-118, hvor særligt hensigtsmæssig formueforvaltning er af central betydning. Målestokken for, om der imidlertid er udvist tilstrækkelig omhu, omtales af Paul Krüger Andersen som en »*normativ bedømmelse af, hvorledes en ordentlig ledelse bør handle i en given situation*«²⁸. Denne målestok er også benævnt *the business judgement rule* og er genstand for stor behandling i den juridiske teori.²⁹ Reglen har sit udspring i amerikansk ret.³⁰

Med dansk terminologi går *the business judgement rule* grundlæggende ud på, at en af ledelsen forkert truffet beslutning, der fører til et tab for selskabet, under nærmere omstændigheder ikke medfører ansvar, såfremt beslutningen var udtryk for et loyalt forretningsmæssigt skøn.³¹ Ud fra samme betragtning er domstolens opgave altså ikke at vurdere ledelsens ansvar ud fra en bakspejlsbetragtning, og det er ikke hensigtsmæssigt, at der »straffes« for mindre duelighed eller fejlskøn. Således er reglen udtryk for en doktrin gående ud på, at ledelsen i selskaber agerer ud fra det, der bedst tjener selskabet, og reglen sikrer, at ledelsen ikke ifalder ansvar for beslutninger truffet i god tro, selvom den pågældende beslutning i bagklogskabens lys viser sig at være fejlagtig.

²⁴ Bunch m.fl. i U.2011B.1, s. 2.

²⁵ Sø- og Handelsrettens dom af 7. december 2015 (SH2015.P-52-14). For en nærmere behandling, se afsnit 5.3.2.

²⁶ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 259 ff.

²⁷ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 259 ff. og Engsig Sørensen i UfR.2017B.129 ff.

²⁸ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 515.

²⁹ Se fx Birkmose m.fl.: Selskaber - Aktuelle emner II, 1. udg., s. 198 ff., Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 515 f., Schans Christensen: Kapitalselskaber, 5. udg., s. 722 ff., Gomard m.fl.: Kapitalselskaber, 7. udg., s. 573 f.

³⁰ Aronson v. Lewis, 473 A. 2d. 805, 812 (Del. 1984): »*It is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company. Absent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts.*«

³¹ Fx Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 515 f. og Schans Christensen: Kapitalselskaber, 5. udg., s. 722 ff.

I teorien har det været diskuteret, hvorvidt *the business judgement rule* er anerkendt i dansk ret.³² Ingen dansk dom har taget endelig stilling hertil, men udtalelser fra både Landsretten og Højesteret tyder på, at domstolene anvender doktrinen, jf. særligt U 2019.1907 H, hvor Højesteret gentager Landsrettens præmisser: »der bør udvises forsigtighed med at tilsidesætte det forretningsmæssige skøn«. ³³

Dét, som *the business judgement rule* konkret kan siges at bidrage med i relation til fastlæggelse af selskabets egeninteresse, er, at såfremt den pågældende disposition må anses for forretningsmæssigt begrundet, må det antages - i hvert fald som tommelfingerregel - at hverken kapitalejerne eller kreditorerne kan anfægte dispositionen som værende imod selskabets interesse. Med andre ord, så vil der pr. definition være en stærk formodning for, at en beslutning, som loyalt er truffet af selskabsledelsen, er i selskabets interesse.

2.5. Selskabets interesser – Stakeholder vs. shareholder

En anden måde at nå nærmere en afgrænsning af selskabsinteressen på er ved at se på selskabets målsætning.³⁴ Det kan anføres, at hvis der foretages dispositioner med selskabets målsætning for øje, så må selskabsinteressen i sig selv være opfyldt. Det er selskabets ejere, som på generalforsamlingen skal fastlægge selskabets målsætning.³⁵ ³⁶ Selskabets ledelse skal principielt acceptere – og ikke foretage – dette valg vedrørende målsætningen.³⁷

I den økonomisk orienterede teori sondres der mellem to hovedretninger, når selskabets målsætning overordnet fastlægges; shareholder value og stakeholder value. Er selskabets målsætning fastsat i overensstemmelse med *shareholder value*, fokuseres der på værditilvækstskabelse for selskabets ejere.³⁸ Teorien fokuserer på økonomiske tal, og ledelsen tilskyndes i vidt omfang til at arbejde for en stadig forbedring af disse, således at aktionærernes afkast maksimeres mest muligt.³⁹ Stakeholder value-teorien er i modsætning hertil udtryk for, at et selskab har flere interessegrupper (interessenter/stakeholders) end blot kapital-ejerne.⁴⁰ Med andre ord, så består selskabsinteressen af mere end kapitalejernes interesse i selskabet, og selskabets målsætning er ikke fikseret til økonomiske tal, såsom udbytte og markedsværdi. Stakeholder-tilgangen inddrager altså interesser som medarbejdere, kreditorer/samhandelspartnere og samfundsværdier i selskabsmålsætningen.

Selskabsloven anviser ikke tydeligt, hvilken af hovedretningerne danske kapitalselskaber skal forfølge.⁴¹ På den ene side tyder flere bestemmelser i loven på, at selskabet skal drives ud fra en shareholder value-tilgang. Dette er navnlig SL § 118, hvor direktionens opgaver defineres med formueforvaltning som om-

³² Fx Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 515 f. og Schans Christensen: Kapitalselskaber, 5. udg., s. 722 ff.

³³ I Betænkning nr. 1498/2008, s. 38, synes doktrinen også anerkendt: *Domstolene synes således at vise en vis tilbageholdenhed med at foretage en vurdering af de forretningsmæssige skøn, som ledelsen har foretaget, når dispositioner er foretaget i selskabets interesse.*«

³⁴ Fode m.fl.: SMV-bestyrelsen – hele vejen rundt, 1. udg., s. 281, note 3.

³⁵ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 74.

³⁶ Bemærk, at der i denne sammenhæng ikke tænkes på selskabets vedtægtsbestemte formål, som er behandlet nedenfor i afsnit 2.6.

³⁷ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 74.

³⁸ Werlauff: Selskabsret, 11. udg., s. 32 f.

³⁹ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 72.

⁴⁰ Ibid., s. 73.

⁴¹ Ibid., s. 73.

drejningspunktet, mens ledelsens pligter, som de fastsættes i SL §§ 115-118, også centrerer sig om finansielle forhold. På den anden side fungerer flere bestemmelser i loven som egentlige beskyttelsesværn for kreditorerne og medarbejderne, ligesom loven legitimerer inddragelse af medarbejdere i ledelsessystemet (medarbejderrepræsentation, jf. selskabslovens kap. 8).⁴² Sådanne bestemmelser peger i retning af en stakeholder-opfattelse.

Retslitteraturen deler sig også, når spørgsmålet går på, om selskabsinteressen kan betragtes som summen af aktionærernes interesser, eller om selskabet rummer noget mere, herunder hensynet til medarbejdere, samarbejdspartnere etc. Thorbjørn Sofsrud anfører, at det er nærliggende at fortolke begrebet selskabsinteresse som et synonym for aktionærernes interesse, dvs. en shareholder-tilgang. Endvidere anføres, at det næppe er nødvendigt eller hensigtsmæssigt at koble selskabets interesse sammen med andre interesser end aktionærernes, fx medarbejderne eller samfundets. Dog erstatter kreditorinteressen aktionærinteressen i det øjeblik, at kreditorerne ikke længere har udsigt til at blive fyldestgjort – men ikke før dette tidspunkt.⁴³

Erik Werlauff mener omvendt, at der formentlig er en voksende forståelse for, at selskabet ikke kun kan betragtes som et instrument til fremme af aktionærernes interesser,⁴⁴ men i højere grad rummer flere interessenters interesser. Der er i det hele taget en overvægt af teoretikere, som anser selskabsinteressen for også at omfatte andre hensyn end kapitalejernes, og der er således størst tilslutning til stakeholder value-tilgangen, jf. således også Krüger Andersen, som anfører, at der næppe er tvivl om, at det vil være i samklang med selskabsloven og den overvejende opfattelse i den selskabsretlige teori, hvis et dansk selskab bekender sig til en stakeholder-opfattelse.⁴⁵

Den ovenforstående beskrivelse af hovedsondringen mellem shareholder og stakeholder value må dog ikke tillægges for meget vægt, da der primært er tale om en teoretisk sondring, som i praksis ikke opleves som en konflikt,⁴⁶ men ikke desto mindre bidrager sondringen altså til dette afsnits formål; at definere et selskabs egeninteresse uden at hense til, om selskabet indgår i en koncern.

2.6. Selskabets vedtægtsbestemte formål

Selskabsloven foreskriver, at et selskab i sine vedtægter skal angive selskabets formål, jf. SL § 28, nr. 2. Kapitalejerne kan forlange, at selskabet kun driver virksomhed, der falder inden for formålet, hvorfor formuleringen af formålet må overvejes nøje.⁴⁷ Dette er U 1966.31 H et eksempel på, hvor ledelsen i et dampskibsselskab, som ifølge sit formål drev *fragtfart*, ifaldt ansvar, jf. SL § 361, idet opkøb af såkaldte partialobligationer udstedt af et selskab, som drev *charterflyvning*, ikke kunne rummes i formålet med fragtfart. Det ligger således klart, at ledelsen ikke må foretage dispositioner, som ikke kan rummes i selskabets vedtægtsbestemte formål, og dette gælder uanset om den pågældende disposition er – eller ser ud til at være – til økonomisk fordel for selskabet.⁴⁸

Selskabsformålet kan alene *bidrage* til en konkret afgrænsning af et givent selskabs interesse, og kan ikke stå alene. Vurderingen af, hvorvidt en disposition kan rummes i selskabets vedtægtsbestemte formål er

⁴² Ibid., s. 73.

⁴³ Sofsrud: Bestyrelsens beslutning og ansvar, s. 233 og 236 f. og nærmere om denne opfattelse ovenfor under afsnit 2.3. om kreditorinteresse og håbløshedstidspunkt.

⁴⁴ Werlauff: Selskabsret, 11.udg., s. 32 f.

⁴⁵ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 73 f.

⁴⁶ Werlauff: Selskabsret, 11.udg., s. 32 f.

⁴⁷ Edlund m.fl.: Dansk Privatret, 21. udg., s. 684 og Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 177.

⁴⁸ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 177.

med andre ord ikke nødvendigvis overlappende med, om dispositionen også er i selskabets interesse, eftersom det udmærket kan tænkes, at en disposition ligger inden for det vedtægtsbestemte formål, men alligevel anses at være i strid med selskabets interesser.⁴⁹ Henrik Kure og Lars Hedegaard Kristensen påpeger rigtigt i forlængelse hertil,⁵⁰ at formålsbestemmelsen alene fastsætter rammerne for den type virksomhed, der kan udøves af selskabet, og altså ikke regulerer de nærmere dispositioner, som kan foretages på selskabets vegne med det sigte at opfylde formålet. Af samme årsag formuleres formålsbestemmelsen ofte ganske bred.⁵¹ Selskabsinteressen kan altså ikke udledes med direkte hjemmel i selskabsformålet, da der må anlægges et større perspektiv på det enkelte selskab.

2.7. Sammenfatning

Begrebet *selskabsinteresse* udspringer af selskabsloven, som imidlertid ikke assisterer med nogen egentlig definition herpå. Hvad der nærmere må tillægges begrebet af indhold er i ovenstående analyse søgt afgrænset og fortolket med afsæt i netop bestemmelser fra selskabsloven.

Først og fremmest bidrager de såkaldte generalklausuler, SL §§ 108 og 127, til den udlægning, som Bunch og Schans Christensen anlægger, og som den øvrige retslitteratur i vidt omfang støtter op om: Selskabsinteressen er et udtryk for kapitalejernes kollektive interesse. Kiwi-dommen samt det såkaldte håbløsheds-kriterium anviser dog, at selskabsinteressen vil antage et skift, når en given disposition vil medføre, at selskabet bliver insolvent, således at interessen i sådanne tilfælde overgår fra kapitalejernes til kreditorernes.

Hvorvidt en disposition er i overensstemmelse med selskabsinteressen er dog ikke så simpelt, at man alene kan påse, hvorvidt selskabet er eller bliver insolvent. I udenlandsk retspraksis har der udviklet sig en såkaldt *business judgement rule*, som også må anses anerkendt i dansk teori og retspraksis. Reglen kan i relation til selskabsinteressen siges at gå ud på, at hvis en disposition er forretningsmæssigt begrundet, må det endvidere antages, at hverken kapitalejere eller kreditorer kan anfægte dispositionen som værende imod selskabets interesse. Dette viser sig ved, at domstolene ikke vil straffe for mindre duellighed eller fejlskøn, så længe ledelsen har foretaget et forretningsmæssigt loyalt skøn.

Supplerende til ovenstående kan også det vedtægtsbestemte formål samt en undersøgelse af, om selskabet har tilsluttet sig en stakeholder- eller shareholder-value-tilgang, understøtte en konkret fortolkning af et givent selskabs egeninteresse. Oftest vil danske selskaber indtage en stakeholder value-tilgang, og konkret for selskabsinteressen betyder det, at mere end blot kapitalejernes interesser må varetages, herunder medarbejdernes, samfundets og kreditorernes.

3. Koncerninteressen

3.1. Indledende

»Koncerninteressen« har – modsat selskabsinteressen – ingen anerkendelsespunkter i selskabsloven eller i retspraksis. Dette har foranlediget større drøftelser i retslitteraturen, men der eksisterer endnu ikke nogen forretningsmæssig eller juridisk entydig og anerkendt definition af begrebet.⁵²

⁴⁹ Hedegaard Kristensen m.fl. i ET.2017.210, s. 4.

⁵⁰ Ibid., s. 4.

⁵¹ Schans Christensen: Kapitalselskaber, 5. udg., s. 521.

⁵² Søgaaard i U.2019B.327, s. 330.

Koncerninteressen må dog helt overordnet siges at udgøre *interesser for koncernen som helhed*. Et koncerndatterselskab og et koncernmoderselskab har hver især sin egen individuelle selskabsinteresse, som den pågældende selskabsledelse må og skal iagttage.⁵³ Fordi koncerninteressen er mere end blot ét selskabs interesse, vil koncerninteressen i sit udgangspunkt ikke være identisk med alle koncernselskabernes egeninteresse, men der kan udmærket forekomme betydelige interessesammenfald og overlap.

Det skal i det følgende afsnit forsøges afdækket, hvad der nærmere kan udledes om koncerninteressen som begreb. Der tages afsæt i koncernretten som disciplin efterfulgt af koncerndefinitionen, idet et indblik i selve retsområdet og lovgrundlaget (eller mangel på samme) giver en forståelse af, hvad der besværliggør fortolkningen af »koncerninteressen«.

3.2. Koncernretten som disciplin

Koncernretten defineres i retslitteraturen som en samlebetegnelse for retsregler, der regulerer dels det indbyrdes forhold mellem koncernforbundne selskaber, dels de enkelte koncernvirksomheders relationer til minoritetsaktionærer og kreditorer.⁵⁴ Koncernretten er et selvstændigt retsområde, der forgrener sig over en række forskellige retlige områder, navnlig selskabsretten, regnskabsretten, skatteretten og konkurrenceretten.⁵⁵ I det følgende fokuseres alene på den selskabsretlige del, jf. afsnit 1.4.

Organiseringen af selskaber i organisatoriske og økonomiske grupperinger (koncerner) ses i større og større omfang.⁵⁶ Koncerndannelse giver mulighed for at strukturere selskaberne på en måde, hvor strategiske fordele, der kan bidrage til konkurrencekraft, vækst og risikospredning, kan opnås. Koncerner kan både være rent nationale eller internationale, og formålene er forskellige fra koncern til koncern.⁵⁷ Det er præcis de forskellige konstellationer, formål og forretningsområder, som gør det vanskeligt at fastlægge indholdet af »koncerninteressen«.

I tråd med ovenstående anfører Gitte Søgaard, at interesserne og fordelene ved at indgå i koncern ofte er forskelligartede fra selskab til selskab, hvilket gør det er vanskeligt at fastlægge en præcis beskrivelse af koncerninteressen. Dertil kommer, at koncernretten i sig selv indeholder et dilemma med hensyn til, hvad formålet med koncernetablering reelt skal være. På den ene side er den begrænsede hæftelse med de særlige risikorelaterede incitamenter (begrænsning af risici) af stor interesse for koncernen. På den anden side er der forretningsmæssige frihedsgrader og enhedsfordele ved at drive én virksomhed (som en koncern) på tværs af juridiske enheder (fx kan virksomheden fremstå som et stærkere brand samlet, end hvert enkelt koncernselskab hver for sig har mulighed for).⁵⁸ Disse modsatrettede interesser (eller incitamenter) gør det vanskeligt at nå nærmere et materielt indhold af koncerninteressen og er ifølge Søgaard netop årsag til, at koncerninteressen ikke er beskrevet ensartet i retslitteraturen.

3.3. Koncerndefinitionen

Da selskabsloven i 2009 blev indført, forelå for første gang i mange år en udvikling i den danske selskabsret for så vidt angår koncerner, idet man ændrede koncerndefinitionen.⁵⁹ Denne findes i selskabslovens §

⁵³ Ibid., s. 329 ff.

⁵⁴ Friis Hansen m.fl.: Dansk selskabsret I, 6. udg., s. 350.

⁵⁵ Søgaard m.fl.: Koncernretten, 1. udg., s. 15 f., hvor en liste, som ikke er udtømmende, over forskellige retsområder fremgår.

⁵⁶ Werlauff: Selskabsret, 11. udg., s. 711.

⁵⁷ Søgaard m.fl.: Koncernretten, 1. udg., s. 15 f.

⁵⁸ Søgaard i U.2019B.327, s. 329.

⁵⁹ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udgave, s. 185.

5, nr. 18, sammenholdt med lovens §§ 6 og 7, hvorefter et moderselskab og dets dattervirksomheder udgør en koncern. En koncern er således pr. definition to eller flere juridiske enheder, og det enkelte retsforhold indgås med én eller flere af disse retsenheder – ikke med koncernen.⁶⁰

For at en koncern omfattes af koncernbestemmelserne i selskabsloven er det en betingelse, at moderselskabet er et kapitalselskab. Dattervirksomhederne efter SL § 6 og § 5, nr. 3 kan derimod antage alle selskabsformer og altså stadigvæk være omfattet af koncerndefinitionen, netop fordi loven anvender ordet »dattervirksomheder«. Det følger af SL § 6, at en dattervirksomhed alene kan have ét direkte moderselskab. Hvis der er flere selskaber, som efter SL § 7 har bestemmende indflydelse, er det alene det selskab, som de facto udøver bestemmende indflydelse, der er moderselskab, smh. SL § 6. Ifølge SL § 7 er »bestemmende indflydelse« defineret som beføjelsen til at *styre* en dattervirksomheds økonomiske og driftsmæssige beslutninger. Bestemmelsens stk. 2 og 3 opstiller en række kriterier for, hvornår der foreligger bestemmende indflydelse. Såfremt et af kriterierne er opfyldt, består der et koncernforhold efter selskabsloven.

På grundlag af koncerndefinitionen kan følgende overordnede potentielle interesser foreligge i en koncern, nemlig 1) interesser for koncernen som helhed, 2) interesser for koncernmoderselskabet alene og 3) interesser for hver enkelt koncerndattervirksomhed. Hvert enkelt selskab i koncernen har tillige forskellige interessenter, jf. ovenfor i afsnit 2.5 om selskabets interessenter, og disse interessenter har forskellige indbyrdes interesser, som ligeledes kan påvirke den samlede koncerninteresse. Alle koncernselskabernes interessegrupper, aktionærer, kreditorer og arbejdstagere⁶¹ er en del af koncernens samlede interesse, som dermed potentielt kan varetages ved dispositioner i koncernens interesse.

3.4. Strukturen i en koncern

Den strukturelle opbygning i en koncern, herunder ejerskabsforholdene, kan også bidrage til en forståelse af, hvad koncerninteressen som begreb indeholder. Dette skyldes, at motivet bag den enkelte koncernstruktur ofte vil afspejle sig i de interesser, som koncernen konkret kan siges at have.

Struktureringen af selskaber i koncernform sker ofte med et moderselskab som holdingselskab, dvs. uden aktivitet øverst i »pyramiden«, fungerende som en sparebøsse for hele koncernen.⁶² Holdingselskabet har alene til formål at eje kapitalandele i datterselskaber, der fungerer som driftsselskaber. I et holdingselskab vil der typisk være en koncernledelse, som organiserer aktiviteterne i datterselskaberne og skaber grundlag for udlodning af udbytte til holdingselskabet. Koncernledelsen vil placere aktiviteterne dér, hvor det findes mest fordelagtigt, fx ved at placere risikofyldte investeringer i et selvstændigt datterselskab uden medhæftelse fra øvrige koncernselskaber.⁶³ Struktureringsmæssige fordele af denne art kan formodentligt indgå i, hvad der i sidste ende må forstås ved den enkelte koncerns interesse.

Også betragtninger af økonomisk eller brandingmæssig karakter kan bidrage til en klarlæggelse af koncerninteressen, ligesom både omstrukturering mhp. at udnytte synergier eller udnytte finansiel kapacitet er eksempler på, hvad der kan indeholdes i koncerninteressen; noget som skal tilgodese helheden af koncernen og ikke et enkelt selskab.

⁶⁰ Vinter m.fl.: Dansk og international koncernret, 1. udg., s. 109 f.

⁶¹ Engsig Sørensen: Samarbejde mellem selskaber i EF, s. 196.

⁶² Werlauff: Selskabsret, 11. udg., s. 746 og ligeledes Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 553.

⁶³ Udgangspunktet er særhæften, hvorfor et moderselskab ikke hæfter for datterselskabets forpligtelser. Se hertil Søgaard m.fl.: Koncernretten, 1. udg., s. 124 f.

Datterselskaber kan være hel- eller delejet, og det er hverken uvæsentligt for selskabs- eller koncerninteressen, om det ene eller andet er tilfældet. Hvorvidt selskabet er hel- eller delejet afhænger ofte af, om moderselskabet selv har stiftet datterselskabet, oftest som følge af strukturelle ændringer eller virksomhedens vækst⁶⁴, eller hvor datterselskabet er blevet opkøbt ved en virksomhedsoverdragelse, hvor alene en del – oftest en majoritet – erhverves.⁶⁵ Hvis datterselskabet er delejet, vil der kunne forekomme uoverensstemmelser med minoritetsejere af selskabet, og i den forbindelse må der siges at foreligge flere interesseforhold.⁶⁶ Den klare ulempe set fra moderselskabets perspektiv er, at minoritetsaktionærer i datterselskabet let kan komme til at stå i vejen for en af moderselskabet ønsket koncernstrategi.⁶⁷ Fra minoritetsejernes perspektiv er det omvendt problematisk, hvis koncernledelsen i moderselskabet udøver sin magt således, at de helejede datterselskaber tilgodeses frem for de delejede datterselskaber på en måde, så moderselskabet får tilført mere værdi – en værdi, som måske burde være kommet minoritetsejerne til gode.⁶⁸ Det vil således i langt de fleste tilfælde være en fordel for koncernen, hvis minoritetsaktionærer undgås, for derved at eliminere flest mulige interessekonflikter mellem aktionærerne⁶⁹. I relation til fastlæggelse af »koncerninteressen« kan et indblik i ejerforholdene, herunder navnlig en tilstedeværelse af minoritetsaktionærer, konkret siges at kunne præge indholdet af koncerninteressen. Når der forekommer flere interessenter, vil koncerninteressen alt andet lige påvirkes af flere synspunkter, og derfor skulle spænde over mere.

3.4.1. En analyse af retslitteraturens forståelse af »koncerninteressen«

Det er vanskeligt at fastlægge indholdet af koncerninteressen entydigt, men ovenstående afsnit (3.2-3.4) identificerer desuagtet potentielle og typisk forekomne koncerninteresser. I det følgende underlægges koncerninteressen en teoretisk analyse med afsæt i retslitteraturen.

Krüger Andersen sætter lighedstegn mellem koncerninteressen og moderselskabets interesse, som en måde at beskrive koncerninteressen på.⁷⁰ Dette synes begrundet i den anskuelse, at moderselskabet har hel- eller delvis ejerskab i datterselskaberne, hvorfor en interesse for koncernen er en interesse for moderselskabet. Med en lidt anderledes indfaldsvinkel, kobler også den franske organisation, *Le Club des Juristes*, koncerninteressen – »the group interest« – sammen med moderselskabets interesse (*egen fremhævnning*): »the group interest must mean the possibility for a parent company to take decisions – or to have its subsidiaries take decisions – which are first and foremost part of a global strategy of the group, and which are superior to the particular interests of each individual entity. However, such decision-making strategies should not endanger any.«⁷¹ Ifølge denne opfattelse er koncerninteressen således muligheden for moderselskabet til at træffe beslutninger, som er i overensstemmelse med en overordnet koncernstrategi, og som har større prioritet end de enkelte datterselskaber.

Det kan tilsluttes, når Søgaard anfører, at disse antagelser er for vage og forskelligartede.⁷² I stedet beskriver hun koncerninteressen mere præcist og nuanceret, idet hun anfører, at »Koncerninteressebegrebet

⁶⁴ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 553 og 567.

⁶⁵ Krüger Andersen: Dansk koncernret, 1. udg., s. 268 - for så vidt angår dannelsen af koncerner.

⁶⁶ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 566.

⁶⁷ Krüger Andersen: Dansk koncernret, 1. udg., s. 275.

⁶⁸ Ibid., s. 540 ff.

⁶⁹ Ibid., s. 275.

⁷⁰ Ibid., s. 275.

⁷¹ Le Club des Juristes, Report: »Towards recognition of the group interest in the European Union?« 2015, s. 11.

⁷² Søgaard i U.2019B.327, s. 329.

relaterer sig til en særlig fælles og kollektiv interesse, der forfølges og muligt (legitimt eller illegitimt) på (midlertidig eller ultimativ) bekostning af ét eller flere koncernselskaber.« Videre anfører Søgaard, at koncerninteressen ofte (men ikke nødvendigvis) er sammenfaldende med koncernmoderinteressen, idet en fordel for datterselskabet aflejrer sig i dennes værdi, som følgende indgår i koncernmoders balance.⁷³ Søgaards beskrivelse synes væsentlig mere eksakt, og gør det nemmere for praktikere at vurdere, om en disposition indholdsmæssigt befinder sig indenfor koncerninteressen.

Det er vanskeligt at opstille noget nærmere konkret om koncerninteressens materielle indhold, hvormed der menes konkrete retmæssige dispositioner og transaktioner inden for koncernen – netop fordi der er så stor dynamik og forskellighed fra koncern til koncern. *Le Club des Juristes* har i forening med *The Informal Company Law Experts Group (ICLEG)* foreslået at lave en »white-list« over koncerninterne dispositioner, som må anses for retmæssige, selvom dispositionen ikke er foretaget på armslængdevilkår eller selskabet (der træffer en beslutning efter koncerninteressen) er tæt på insolvenssituationen.⁷⁴ Der foreligger altså specifikt udarbejdede forslag fra ekspertgruppen, som oplister forslag til dispositioner, der legitimt kan foretages i koncernens interesse. Til illustration nævnes rentefrie kort- eller langtidslån, likviditetsaftaler og øvrige aftaler som forpligter hele koncernen. Dispositionerne er overvejende økonomiske og tilstræber fortrinsvist at sikre, at koncernselskaber ikke går konkurs, hvilket er illustrativt for, hvad der typisk er indeholdt i koncerninteressen.⁷⁵

Grundlæggende forekommer alt, der er en *fordel* for koncernen som helhed, at være en del af koncerninteressen. Det være sig blandt andet risikobaserede fordele, stordriftsfordele, brandingmæssige fordele, udnyttelse af synergieffekter eller deling af teknisk- og kommerciel knowhow. Ved at foretage dispositioner, hvor disse fordele skabes eller udnyttes, foretages dispositioner i koncernens interesse. Det er imidlertid vigtigt at bemærke, at det varierer fra koncern til koncern, hvad der ligger i den specifikke koncerns interesse, idet koncerner, som nævnt, er dynamiske og opbygget på forskellig vis.

3.5. Sammenfattende

Der eksisterer grundlæggende ikke nogen generel juridisk definition af, hvad koncerninteressen er eller omfatter, og der findes tilmed ikke nogen anerkendelsepunkter i selskabsloven, som kan belyse koncerninteressen nærmere. En af årsagerne er, at koncerner er dynamiske og forskelligartede organisationer, som kan indebære vidt forskellige interesser.

Der er ingen tvivl om, at koncerninteresse ofte vil antage økonomisk karakter, eftersom kapital-selskaber som altovervejende udgangspunkt er sat i verden for at generere penge. De enkelte selskabers egeninteresse vil hver især påvirke koncerninteressen, idet der skal tages hensyn til disse selskaber ved foretagelse af dispositioner i koncerninteressen. Koncerninteressen kan tillige rumme elementer af risikoafdækning, oftest set ved at aktiviteter flyttes fra et selskab til et andet, hvor risikoen mindskes eller isoleres helt. Muligheden for synergier i koncernen, som giver grundlag for en bedre drift i hele koncernen, ses i praksis

⁷³ Ibid., s. 329.

⁷⁴ The Informal Company Law Experts Group, Report: »Report on the recognition of the interest of the group«, European Commission, Oktober 2016 og Le Club des Juristes, Report: »Towards recognition of the group interest in the European Union?« Committee on Europe, 2015 – se førstnævnte s. 43 ff.

⁷⁵ Forslaget om en »white-list« er lavet til EU Kommissionen, som endnu ikke har realiseret planerne. Se hertil Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 186 f.

også som en egentlig koncerninteresse⁷⁶. Tilstedeværelsen af minoritetsaktionærer i koncernens datterselskaber vil konkret også kunne præge indholdet af koncerninteressen. Flere interessenter er lig med flere meninger, og koncerninteressen vil således skulle spænde over flere interesser. Det er således illustreret, at der forekommer adskillige aspekter af koncerninteressen.

Til grund for nærværende afhandling vil Gitte Søgaards definition af koncerninteressen være linjen for begrebet. Det vil sige, at »koncerninteressen« relaterer sig til en særlig fælles og kollektiv interesse, der (muligvis) forfølges (legitimt eller illegitimt) på bekostning af ét eller flere koncernselskaber.⁷⁷

4. Fælles ledelse af koncernen

4.1. Indledende om problemet

Ligesom der forekommer mange forskellige koncernstrukturer i praksis, eksisterer der adskillige motiver for overhovedet at oprette koncerner.⁷⁸ Fælles for alle koncerner er dog, at de i praksis - for at kunne fungere optimalt - har en form for intern koordinering.⁷⁹ Dette vil oplagt være tilfældet, hvor koncernen i sin helhed udgør én virksomhed, dvs. hvor de enkelte koncernselskaber varetager hver sin – for koncernen – afgørende opgave, fx produktion, distribution eller administration. Men også i tilfælde, hvor koncernselskaberne hver for sig udgør sin egen uafhængige virksomhed med både salg, produktion og administration, kan synergieffekter mellem selskaberne alene opnås ved en vis koordinering.⁸⁰ Måden hvorpå koordineringen finder sted i praksis er ved koncernledelse. Oftest vil moderselskabet udøve ledelse overfor sine datterselskaber, men *her* opstår den selskabsretlige problematik, idet koncernselskaber i juridisk henseende som bekendt udgør selvstændige retssubjekter; Selskaberne har hver sin organisation, egne rettigheder og forpligtelser, og medarbejderne er ansat i det enkelte selskab – og ikke i koncernen.⁸¹ Der er således tale om en diskrepans mellem det selskabsretlige udgangspunkt og den i praksis forekommende udøvelse af koncernledelse.⁸²

Selskabslovens magtstruktur åbner ikke mulighed for udøvelse af decideret koncernledelse, og i praksis foretages derfor ofte en koncernstyring, hvor reelle beslutninger i datterselskabet træffes uden om datterselskabets formelle organer.⁸³ Alligevel anerkendes koncerner i loven, ligesom moderselskabet forsynes med visse beføjelser i forhold til datterselskaberne, hvorfor et moderselskab unægtelig er mere end blot kapitalejer i sit datterselskab.⁸⁴ Følgende afsnit tager derfor afsæt i selskabsloven med henblik på at fastlægge, i hvilket omfang der som minimum er hjemmel til at udøve koncernledelse, samt hvilke begrænsninger der måtte være i relation hertil. Efterfølgende skal det – i mere generel henseende – undersøges, om datterselskaber kan underlægge sig instrukser fra moderselskabet. Kan ledelsen af datterselskabet fx delegeres til moderselskabet?

⁷⁶ Søgaard m.fl.: Koncernretten, 1. udg., s. 84.

⁷⁷ Søgaard i U.2019B.327, s. 329.

⁷⁸ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 541.

⁷⁹ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 246.

⁸⁰ Ibid., s. 246.

⁸¹ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 541.

⁸² Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 248.

⁸³ Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 55 f.

⁸⁴ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 555.

4.2. Kapitalejernes ledelsesret efter SL § 76

4.2.1. Moderselskabets som kapitalejer, herunder retten til at udpege ledelsen

Det fremgår af SL § 76, at kapitalejernes ret til at træffe beslutninger i kapitalselskabet udøves på generalforsamlingen. Af denne bestemmelse kan udledes, at kapitalejerne ikke kan gribe direkte ind i selskabets daglige drift mv., men altså kun udøve indflydelse via generalforsamlingen,⁸⁵ hvilket også gælder hovedaktionærer.⁸⁶ Det antages dog i almindelighed, at generalforsamlingen kan blande sig i de fleste beslutninger i selskabet, dog med undtagelse af de beslutninger, som i loven udtrykkeligt er henlagt til andre selskabsorganer, jf. fx SL §§ 115-118.⁸⁷ Til illustration kan nævnes U 1967.41 H, hvor en hovedaktionærs egenhændige opsigelse af en direktør ikke var gyldig, idet opsigelse af direktionsmedlemmer anses for et bestyrelsesanliggende, og bestyrelsen i det konkrete tilfælde ikke ville bakke op om beslutningen.⁸⁸ En modsætningsslutning fra SL § 76 og U 1967.41 H kan således statuere den retsstilling, at kapitalejere ikke kan udøve direkte indflydelse uden for generalforsamlingen.⁸⁹ Hvad der således kan udledes af ovenstående ift. moderselskabets ledelsesret er, at moderselskabet i medfør af § 76 har en faktisk ledelsesret i sin egenskab af at være kapitalejer i datterselskabet, og at denne skal udøves på generalforsamlingen.

Kompetencefordelingen mellem ledelsen og generalforsamlingen er fastlagt således, at selskabsloven henlægger en række afgørende beslutninger til generalforsamlingen.⁹⁰ Blandt disse beslutninger er generalforsamlingens kompetence til at udpege selskabets bestyrelse, jf. SL § 120, stk. 1.⁹¹ Når moderselskabet mere eller mindre egenhændigt kan beslutte hvem, der skal sidde i bestyrelsen, foreligger der unægtelig en indirekte metode for moderselskabet til at udøve indflydelse i datterselskabet. Generalforsamlingen er ydermere tillagt beføjelse til, til enhver tid at afsætte medlemmer af bestyrelsen, jf. SL § 121, stk. 1, 2. led.⁹² Dermed besidder moderselskabet et pressionsmiddel til indirekte at udøve ledelse efter sine interesser på bestyrelsesniveau.⁹³ Karsten Engsig Sørensen anfører i overensstemmelse hermed, at »*Formelt set vil disse personer ikke være underlagt instruks fra moderselskabet, selvom dette har stemt dem ind i organet. Men i praksis er det nærliggende, at sådanne personer stemmer i overensstemmelse med moderselskabets ønsker, og at sidstnævnte derfor har kontrol.*«⁹⁴ Moderselskabets ledelsesret kan på denne baggrund siges at eksistere indirekte i kraft af retten til at udpege og afskedige ledelsesmedlemmer.

4.2.2. Begrænsning af ledelsesretten på generalforsamlingen

4.2.2.1. Selskabslovens generalklausuler

Efter gældende dansk koncernret er den eneste materielle begrænsning, der gælder for en modervirksomheds udøvelse af koncernledelse på generalforsamlingen, de almindelige selskabsretlige grundsætninger

⁸⁵ Ibid., s. 387.

⁸⁶ Krüger Andersen: Dansk koncernret, s. 487 f.

⁸⁷ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2.udg., s. 252 og Krüger Andersen: Aktie-anpartsselskabsret, 14. udg., s. 389.

⁸⁸ Søgaard i U.2019B.327, s. 333.

⁸⁹ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2.udg., s. 253.

⁹⁰ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 390.

⁹¹ Det må bemærkes, at denne ret alene gælder i aktieselskaber, jf. ordlyden af bestemmelsen.

⁹² Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 318 ff.

⁹³ Se fx Lau Hansen: Introduktion til selskabsretten og kapitalmarkedsretten, s. 339: »*Det er retten til at vælge medlemmerne af det øverste ledelsesorgan, og navnlig retten til at afsætte dem igen, jf. SL § 121(1) in fine, der sikrer kapitalejerne, at ledelsen følger deres ønsker.*«

⁹⁴ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2.udg., s. 218.

om minoritetsbeskyttelse.⁹⁵ Eftersom et moderselskab enten er helejer, delejer eller har bestemmende indflydelse efter SL § 7, stk. 3 i sit datterselskab, vil beslutninger, som træffes på generalforsamlingen i datterselskabet, som regel være udtryk for moderselskabets vilje. Der opstilles imidlertid enkelte begrænsninger i selskabsloven i relation den ledelsesret, som direkte kan udøves på generalforsamlingen, nemlig generalklausulerne.⁹⁶ Efter SL § 108 må der ikke træffes beslutninger, som er »åbenbart egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller kapital-selskabets bekostning«. Efter SL § 127, stk. 1., 2. led, må medlemmerne af ledelsen ikke »efterkomme generalforsamlingsbeslutninger eller beslutninger truffet af andre selskabsorganer, hvis beslutningen måtte være ugyldig som stridende mod lovgivningen eller kapital-selskabets vedtægter«. Der er tale om en relativ høj tærskel for, hvornår en generalforsamlingsbeslutning kan anses for ugyldig, idet der opstilles krav om, at beslutningen er »åbenbart egnet« til at skaffe nogen en fordel, og denne fordel tillige skal anses som »utilbørlig.«⁹⁷

Det må bemærkes, at der ikke forekommer minoritetsproblemer i helejede datterselskaber⁹⁸, men beslutninger, hvorved selskabets solvens bringes i fare, eller som skader kreditorernes muligheder for at blive fyldestgjort, kan være i strid med generalklausulerne, hvorfor kreditorhensyn således også beskyttes af generalklausulerne.⁹⁹ At moderselskabet er helejer af datterselskabet er derfor ikke en »carte blanche« til, på generalforsamlingen i datterselskabet, at udøve indflydelse fuldstændig efter eget ønske og uden hensyn til andet end egne interesser.

4.2.2.2. **Kapitalejernes loyalitetspligt**

Moderselskabet har, jf. afsnit 4.2.1 ovenfor, en faktisk ledelsesret på generalforsamlingen, og denne begrænses som udgangspunkt alene af generalklausulerne i selskabsloven. Det har imidlertid været til genstand for diskussion i retslitteraturen, om der sideløbende med generalklausulerne gælder en loyalitetspligt for den enkelte kapitalejer. Overført til nærværende afsnit, så kan der rejses spørgsmålstejn ved, om moderselskabet har en særlig loyalitetspligt, når denne optræder som kapitalejer på generalforsamlingen. Med andre ord, kan der så siges at eksistere en ulovbestemt loyalitetspligt for moderselskabet til at iagttage – og varetage – datterselskabets egeninteresse?

I dansk ret betragtes en kapitalejer som en passiv investor, der har ret til at varetage sine egne interesser, når denne udøver sin indflydelse på selskabets generalforsamling.¹⁰⁰ Dette betyder også, at en kapitalejer som udgangspunkt gerne må konkurrere med selskabet.¹⁰¹ Som udslag af disse antagelser, har hovedreglen i dansk ret været, at en kapitalejer ikke er underlagt nogen særlig loyalitetspligt over for selskabet.¹⁰²

Udgangspunktet antages at være det samme, når selskabet indgår i en koncern, hvor moderselskabet er helejer eller delejer af datterselskabet, jf. fx Søgaard, som anfører, at der i dansk ret »ikke ses klare tegn på, at der skulle gælde en særlig generel loyalitetspligt for koncernmoder over for sine døtre.«¹⁰³

⁹⁵ Friis Hansen m.fl.: Introduktion til dansk selskabsret I, 6. udg., s. 359.

⁹⁶ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2.udg., s. 257.

⁹⁷ Ibid., s. 257.

⁹⁸ Se fx Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 565.

⁹⁹ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2.udg., s. 259 og nedenfor i afsnit 4.4.2.2. om kreditorernes interesser.

¹⁰⁰ Ibid., s. 117.

¹⁰¹ Krüger Andersen: Dansk koncernret, s. 531.

¹⁰² Se fx Gomard m.fl.: Kapital-selskaber og erhvervsdrivende fonde, 8. udg., s. 634 f., Schans Christensen: Kapital-selskaber – Aktie- og anpartsselskabsret, 5. udg., s. 17 og Gam Madsen m.fl. i U.2017B.129.

¹⁰³ Søgaard i U.2019B.327, s. 330.

Som nævnt ovenfor i afsnit 4.2.2.1, må generalforsamlingen ikke træffe beslutninger, som giver visse kapitalejere en utilbørlig fordel, jf. generalklausulen i SL § 108. Generalklausulen kan således siges at være udtryk for en lovbestemt loyalitetspligt for kapitalejerne, men enkelte forfattere har argumenteret for, at der eksisterer en mere vidtgående loyalitetspligt.¹⁰⁴ Mest fremtrædende har Werlauff argumenteret for, at en såkaldt »kontrolgruppe« har pligt til at varetage selskabets interesse frem for egne interesser. Kontrolgruppen udgør i den henseende den eller de fysiske eller juridiske personer, der kan bestemme, hvilke personer, der skal udgøre flertallet af bestyrelsesmandaterne.¹⁰⁵ Den loyalitetspligt, som Werlauff her plæderer for er gældende for kontrolgruppen, svarer til den loyalitetspligt, som ledelsen i selskabet har.¹⁰⁶ Krüger Andersen tilslutter sig opfattelsen vedr. en sådan loyalitetspligt for kontrolgruppen¹⁰⁷, men mener at den kan præciseres yderligere i koncernsammenhæng. Krüger Andersen anvender det amerikanske udtryk »fair dealing«, og mener i tilknytning hertil, at den loyalitetspligt, som må siges at påhvile moderselskabet, kan beskrives som en *pligt til at sikre minoriteten fair behandling*.¹⁰⁸

Teorien er dog også afvist flere steder i retslitteraturen. Således anfører Schans Christensen fx, at det forhold, at lovgiver har valgt at lade generalklausulen i § 108 udforme som en misbrugsregel, gør det vanskeligt at se, at der på ulovfæstet grundlag skulle gælde en loyalitetspligt for kontrollerende kapitalejere.¹⁰⁹

Der findes kun en enkelt dom, som berører spørgsmålet om, hvorvidt der påhviler en selskabsdeltager en loyalitetspligt.¹¹⁰ Dommen skal ikke nærmere behandles her, men den er i teorien taget til indtægt for, at der påhviler en kapitalejer en loyalitetspligt i visse situationer, eftersom dette antydes i både byretten og landsrettens præmisser.¹¹¹

Som det må udledes af ovenstående, er det ikke ganske klart, i hvilket omfang der påhviler en kapitalejer en egentlig loyalitetspligt,¹¹² som kan gælde sideløbende med SL § 108, men i det omfang dette kan siges at være tilfældet, må moderselskabets ledelsesret anses for begrænset til en loyal dispositionsadgang, når der udøves faktisk ledelse på generalforsamlingen.

4.3. Fælles ledelse af koncernen via en koncernledelse¹¹³

I litteraturen er der bred enighed om, at der i praksis udøves en *faktisk ledelse* af datterselskaberne i koncernforhold både inden og uden for generalforsamlingens rammer.¹¹⁴ Dette foregår almindeligvis via en

¹⁰⁴ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2.udg., s. 119.

¹⁰⁵ Werlauff: Selskabsmasken, s. 64.

¹⁰⁶ Ibid., s. 64. Se også Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2.udg., s. 119.

¹⁰⁷ Krüger Andersen: Dansk koncernret, s. 533.

¹⁰⁸ Ibid., s. 537.

¹⁰⁹ Schans Christensen: Kapitalselskaber, 5. udg., s. 171.

¹¹⁰ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2.udg., s. 120, om U 1999.1080 V.

¹¹¹ Ibid., s. 123.

¹¹² Ibid., s. 298.

¹¹³ Der sættes lighedstegn mellem en egentlig koncernledelse og moderselskabets ledelse, idet problematikken er den samme i begge konstellationer.

¹¹⁴ Se bl.a. Werlauff: Selskabsret, 11. udg., s. 730, Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 247, Krüger Andersen: Dansk koncernret, s. 489, der alle anfører, at koncernledelse faktisk sker i praksis.

koncernledelse, der følger en forretningspolitik, som er fælles fastlagt for hele koncernen.¹¹⁵ Der er imidlertid ikke enighed om, i hvilket omfang der foreligger hjemmel til koncernledelse uden for generalforsamlingens rammer, hvilket i det følgende afsnit analyseres med udgangspunkt i retslitteraturen.

4.3.1. Koncernledelse efter selskabsloven

4.3.1.1. Bestemmende indflydelse

Peer Schaumburg-Müller anfører, at moderselskabets mulighed for at øve indflydelse ikke er begrænset til generalforsamlingens rammer. Rationalet er, at i kraft af moderselskabets »bestemmende indflydelse«, som følger af SL §§ 6 og 7, kan der udøves koncernledelse ved at udnævne medarbejdere i moderselskabet, der skal forestå ledelse af datterselskaberne og holde nær kontakt med ledelsen i disse, eller på anden måde at sikre indflydelse.¹¹⁶ Bernhard Gomard anfører i samme retning, at det med ordvalget i koncerndefinitionen må »være forudsat, at det er almindelig og lovlig praksis, at koncerner virker under en fælles ledelse, og at denne ledelse udøves af moderselskaber.«¹¹⁷ Synspunktet er således, at det er lovligt at etablere en koncernledelse, hvor moderselskabet leder koncernen uden for generalforsamlingen, og at denne ledelsesret ikke fremgår direkte af loven, men derimod forudsættes i koncerndefinitionen.

Der argumenteres endvidere i teorien for, at lovligheden af moderselskabets ledelsesret følger af en formålsfortolkning gående på, at det ikke kan være formålet med lovfæstelsen af et koncernbegreb og formuleringen »bestemmende indflydelse«¹¹⁸ i blandt andet SL §§ 6 og 7 (og årsregnskabsloven), blot at minde om, at de beføjelser, som et flertal på generalforsamlingen medfører, også gælder for et moderselskab. Den lovfæstede koncerndefinition må i stedet have til formål at udtrykke, at der gælder en ledelsesret for et moderselskab, som ikke blot består i at være kapitalejer. Med andre ord, så er en ledelsesret *forudsat i selskabsloven*.^{119 120} Omvendt kan det anføres, at hvis lovgiver virkelig tilstræbte at legitimere ledelsesretten gennem koncernbegrebet og formuleringen »bestemmende indflydelse«, så var der formodentlig valgt en mere nøjagtig regulering, end at lade det være »forudsat« i ordvalget.

På linje med Gomard anfører Schans Christensen, at lovgiver, med »bestemmende indflydelse« har forudsat, at moderselskaber kan og vil præge ledelsen af datterselskaberne, og dermed har accepteret en koncernledelse, som er begrænset af hensyn til kreditorerne og minoritetsaktionærer.¹²¹ Schans Christensens løsning er dog mindre vidtgående, eftersom han mener, at der alene er adgang til koncernledelse, såfremt den udformes al a Rozenblum-doktrinen med fordele og ulemper.¹²² Denne opfattelse tilslutter Søren Friis Hansen og Jens Krenchel sig i vist omfang, og mener således, at der eksisterer en ledelsesret, formuleret som en tæt koordinering af ledelsesarbejdet i datterselskaberne, kun begrænset af hensynet til kreditorer og minoritetskapitalejere, jf. nedenfor i afsnit 4.4.2.¹²³

¹¹⁵ Gomard m.fl.: Kapitalselskaber, 7. udg., s. 119 og Tamasauskas: Erhvervslivets låneoptagelse, 1. udg., s. 227

¹¹⁶ Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber, 9. udg., s. 734. Se i overensstemmelse hermed Krüger Andersen: Dansk koncernret, s. 375, som mener, at ledelsesretten følger forudsætningsvist af koncerndefinitionen.

¹¹⁷ Gomard i U.1998B.175, s. 178 (dog med henvisning til *Aktieselskabslovens* § 2, som har samme ordlyd)

¹¹⁸ Desuden omtalt i årsregnskabslovens bilag 1, B, 4, som ikke omtales yderligere.

¹¹⁹ Gomard i U.1998B.175, s. 178 (dog med henvisning til *Aktieselskabslovens* § 2, som har samme ordlyd).

¹²⁰ Synspunktet om, at der eksisterer en ledelsesret for moderselskabet, tilslutter Tamasauskas sig. Som begrundelse for, at koncernledelse er lovligt, anføres det, at koncernledelse er den praktiske virkelighed. Der fremsættes ikke reelle selvstændige argumenter for synspunktet, hvorfor det ikke behandles yderligere. Se hertil Tamasauskas: Erhvervslivets låneoptagelse, 1. udg., s. 227 ff.

¹²¹ Schans Christensen: Kapitalselskaber, 5. udg., s. 688 f.

¹²² Ibid., s. 688 f.

¹²³ Friis Hansen m.fl.: Dansk selskabsret 2, 5. udg., s. 824 f.

Det synes vidtgående at indfortolke en så betydelig beføjelse – ledelsesretten – i koncerndefinitionen. Det bør derimod fastholdes, at det med ordvalget »bestemmende indflydelse« alene har været lovgivers hensigt at henvise til, at der skal være tale om en indflydelsesrig kapitalejer, før der foreligger en koncern.¹²⁴ Selskabslovgivningens tavshed vedrørende ledelsesretten samt det faktum at ingen bestemmelser taler *imod* ledelsesretten, udelukker omvendt ikke en antagelse om, at der lovligt kan udøves en fælles ledelse af koncernen.¹²⁵ Tværtimod taler det for ledelsesrettens legitimitet, at mange koncerner har indrettet sig på denne måde uden at lovgiver, myndigheder eller offentligheden har forsøgt at forhindre det.¹²⁶

4.3.1.2. Selskabslovens § 134

Også SL § 134 kan anføres som begrundelse for synspunktet om, at der gælder en ledelsesret for moderselskaber¹²⁷. Bestemmelsen hjemler adgang for moderselskabet til at indhente oplysninger fra datterselskaberne, hvilket markerer, at moderselskaber er »*andet og mere end hovedaktionær*«. ¹²⁸ ¹²⁹ SL § 134 har følgende ordlyd (egen fremhævning):

§ 134. Det centrale ledelsesorgan i et dansk moderselskab er forpligtet til at underrette det centrale ledelsesorgan for en dattervirksomhed, så snart et koncernforhold er etableret. Det centrale ledelsesorgan i et dansk datterselskab skal give modervirksomheden de oplysninger, som er nødvendige for vurderingen af koncernens stilling og resultatet af koncernens virksomhed.

Bestemmelsen er ifølge forarbejderne tilvejebragt for at muliggøre udarbejdelsen af et koncernregnskab.¹³⁰ Krüger Andersens synspunkt er, at SL § 134 er generel i den forstand, at der kan kræves *andre typer* af oplysninger end de i forarbejderne forudsatte, hvilket indikerer en særlig koncernretlig informationsudvekslingsstruktur.¹³¹ Ifølge synspunktet er kommunikationsmuligheden en grundlæggende forudsætning for, at koncernen kan fungere optimalt, idet koncernfordelene ikke kan udnyttes til fulde uden

¹²⁴ Se i samme retning Engsig Sørensen's argumentation nedenfor i afsnit 4.2.3.

¹²⁵ Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber, 9. udg., s. 735.

¹²⁶ Gomard: Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerner, 1. udg., s. 65.

¹²⁷ SL § 134 har samme ordlyd som den nu ophævede aktieselskabslovs § 55. Derfor kan argumenterne fremført af Krüger Andersen ift. § 55 overføres til SL § 134.

¹²⁸ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 555.

¹²⁹ Krüger Andersen har tidligere anført den ophævede bestemmelse i Aktieselskabslovens § 55 a som argument *for* ledelsesrettens eksistens. Bestemmelsen pålægger moderselskabet en pligt til at oplyse datterselskabet om forhold, der har interesse for koncernen som helhed. I sin afhandling, Dansk koncernret, s. 47, anfører han, at der i bestemmelsen forudsætningsvist må ligge en erkendelse af, at moderselskabet *de facto* leder koncernen. Forarbejderne (LFF 2005-11-16 nr. 51, bemærkning til § 1, nr. 19) til bestemmelsen omtaler imidlertid ikke ledelsesretten, men angiver, at formålet er at give datterselskabet større indsigt i koncernens forhold. I samme retning mener Erik Werlauff ikke, at der på nogen måde er belæg i lovbestemmelsen eller dennes forarbejder til at drage så vidtgående slutninger, se hertil Juristen 1998, nr. 9, Erik Werlauff: Anmeldelse af Paul Krüger Andersens »Studier i dansk koncernret«, s. 370 f. Synspunktet om den ophævede § 55 a har således ingen relevans eller vægt i øvrigt.

¹³⁰ LFF 2009-02-25 nr. 170, bemærkninger til § 134.

¹³¹ Se Krüger Andersen: Dansk koncernret, s. 480-487. Synspunktet hviler på, at forarbejderne ikke beskriver omfanget af datterselskabets oplysningspligt overfor moderselskabet i § 134, og at den derfor ikke er begrænset til regnskabsmæssige oplysninger. Derfor antages, at oplysningspligten efter § 134 er mere vid end blot regnskabsrelevante oplysninger.

udveksling af information. Derfor medfører reglen, at der etableres et stabilt grundlag for at lede koncernen som helhed.¹³² Hvis ikke denne regel eksisterede, ville moderselskabet netop være underlagt tavshedspligt i forhold til koncernselskaberne, og koncerndannelse ville ikke længere synes ligeså attraktivt.¹³³ For moderselskabet betyder § 134 altså, at moderselskabet er andet og mere end hovedaktionær, idet »almindelige« aktionærer alene kan indhente oplysninger igennem generalforsamlingen. Betragtningen er, at hvis selskabsloven *tillader* informationsudveksling inden for koncerner i videre omfang end imellem ordinære aktionærer, må tesen om, at koncernforbundne selskaber er uafhængige og selvstændige, dementes. I stedet kan koncernen betragtes som en økonomisk enhed, hvor der eksisterer et rum til koncernledelse.¹³⁴ Krüger Andersen fortolker § 134 ganske bredt og endda imod bemærkningerne i forarbejderne. Denne argumentation hviler på to øvrige forfatters¹³⁵ holdninger samt det faktum, at forarbejderne ikke omtaler bestemmelsens grænser. Fortolkningen forekommer vidtgående, og det må antages, at der skal flere fortolkningsbidrag til, før bestemmelsen kan tolkes som andet end en praktisk betonet bestemmelse. Se endvidere afsnit 4.3.2 nedenfor, hvor andre forfatteres argumenter fremføres imod opfattelsen.

Friis Hansen anfører i samme retning som Krüger Andersen, at SL § 134¹³⁶ synes at forudsætte fælles koncernledelse, hvilket indebærer en fravigelse af selskabsrettens udgangspunkt om, at ethvert selskab er en selvstændig retlig enhed.¹³⁷ Han støtter op om synspunktet, men går et skridt videre, idet han rent faktisk fortolker selve § 134 som en hjemmel til fælles koncernledelse og samtidig angiver, at § 134 *forudsætter* koncernledelse. Det er værd at bemærke, at også Gomard og Schaumburg-Müller er tilhængere af synspunktet om koncernledelse og den ovenfor anførte opfattelse af SL § 134, og mener således, at bestemmelsen er naturlig for koncerndannelsen, så man har mulighed for at vurdere hele koncernens stilling og resultatet af koncerndannelsen.¹³⁸ Der er dermed enighed blandt en række forfattere om, at bestemmelsen har en betydning for ledelsesretten, men anderledes mener både Werlauff og Engsig Sørensen, at bestemmelsen alene har et praktisk formål og intet siger om ledelsesretten, jf. nedenfor i afsnit 4.3.2.

Der kan ud fra ovenstående gennemgang i et vist omfang udledes en ledelsesret af selskabsloven, som rækker ud over generalforsamlingens rammer. Det må dog erindres, at der er enighed om, at en sådan koncernledelse rent faktisk finder sted i praksis, hvorfor diskussionen forekommer mere teoretisk end praktisk relevant.

4.3.2. Generelle argumenter imod adgangen til koncernledelse

En af de forfattere, som særligt modsætter sig det synspunkt, at der skulle eksistere en hjemlet ledelsesret uden for generalforsamlingen, er Engsig Sørensen.¹³⁹ Imod synspunktet om, at ledelsesretten er forudsat i koncerndefinitionen i SL §§ 6 og 7 anføres, at koncerndefinitionen reelt ikke siger noget om ledelsesretten. Koncerndefinitionen kan alene tages til udtryk for, at når moderselskabet har mulighed for at vælge ledelsen i datterselskabet, har moderselskabet også stor indflydelse på den måde, hvorpå datterselskabet

¹³² Krüger Andersen: Dansk koncernret, s. 487.

¹³³ Hvis moder- og datterselskab er uafhængige og ikke kan lade informationer strømme frit frem og tilbage selskaberne imellem synes koncerndannelse mindre oplagt. Se Krüger Andersen: Dansk koncernret, s. 480 ff.

¹³⁴ Krüger Andersen: Dansk koncernret, s. 480 og 486 ff.

¹³⁵ Ibid., s. 482 f., hvor der henvises til Boye Jacobsen og Gomard.

¹³⁶ Dog med henvisning til den gamle Aktieselskabslovs § 55.

¹³⁷ Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 314.

¹³⁸ Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber, 9. udg., s. 761, hvor Gomards synspunkter videreføres efter dennes død. Gomards synspunkter fremgår af tidligere udgaver, fx Gomard og Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde, 8. udg., s. 152f, 174 og 176 f.

¹³⁹ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 247.

drives. Koncerndefinitionen forudsætter med andre ord alene, at der er en kapitalejer med afgørende indflydelse – ikke at der er en ledelsesret for moderselskabet.¹⁴⁰

Heller ikke retten til koncernrepræsentation kan udgøre en hjemmel til koncernledelse, ifølge Engsig Sørensen. Selvom der kan argumenteres for, at retten til koncernrepræsentation synes at hvile på en forudsætning om, at datterselskabets strategi fastlægges i moderselskabet, så er dette ikke ensbetydende med, at moderselskabet har ret til at lede datterselskabet.¹⁴¹

Engsig Sørensen indtager endvidere det standpunkt, at der ikke er hjemmel til, at ledelsen i et datterselskab kan modtage instrukser fra andre selskaber, ligesom der ikke hjemmel til, at ledelsen kan forpligtes ved aftale til at træffe bestemte beslutninger.¹⁴² Det anføres, at der grundlæggende ikke kan ændres på de pligter, som selskabsloven opstiller for ledelsen, hvilket netop er nødvendigt for at kunne give instrukser til datterselskabets ledelse. Bestemmelser såsom SL § 115 (pligten til at lede selskabet m.v.), § 127 (generalklausulen) og § 132 (tavshedspligten) er blandt andet formuleret som ufravigelige pligter. Flere af pligterne er tilmed strafbelagte, jf. SL §§ 366-369, hvorfor der grundlæggende ikke kan ændres på disse pligter. Desuden har selskabsloven på en række punkter karakter af offentligretlige pligter, hvilket ligeledes taler for, at reglerne ikke kan ændres. Det må altså kræve lovhjemmel, før ledelsen kan varetage moderselskabets interesse, og dermed tilsvarende modtage og følge instrukser fra moderselskabet. På den anden side kan det ifølge Engsig Sørensen ikke afvises, at instrukser fra moderselskabet kan følges, såfremt der ikke forekommer modsatrettede interesser.¹⁴³

På den ene side anfører Engsig Sørensen altså, at der ikke er nogen hjemmel til koncernledelse, eftersom selskabsloven ganske enkelt ikke legitimerer det.¹⁴⁴ På den anden side er der ligeledes intet i selskabsloven, der er til hinder for, at en kapitalejer vil kunne 1) påtage sig hvervet som bestyrelses- eller direktionsmedlem i et datterselskab, 2) i et eller andet omfang gøre driftsmæssige og økonomiske forhold i datterselskabet til generalforsamlingsanliggender i moderselskabet, eller 3) uformelt via dialog påvirke datterselskabets ledelsesmedlemmer, da moderselskabet alternativt blot kan erstatte ledelsesmedlemmet.¹⁴⁵ Så selv hvis der ikke er hjemmel til moderselskabets udøvelse af ledelsesret, er der på den anden side heller ikke hjemmel til at stoppe udøvelsen af (en mere indirekte) ledelsesret.

Forudsættes det, at ledelsen i et koncernselskab kan modtage instrukser fra moderselskabet, eller kan indsætte en repræsentant i datterselskabets direktion, er den yderste konsekvens, at ledelsen i datterselskabet ingen funktion har. Dette udlægges af Friis Hansen og Krenchel, som den situation hvor »*datterselskabets generalforsamling og ledelse kommer til at fungere som et »gummistempel«*, hvor beslutninger, der allerede er truffet på et højere niveau i koncernen, ukritisk bekræftes.«¹⁴⁶ Selskabsloven synes i mange henseender at forudsætte reel ledelse, hvilket ikke afspejler sig i en sådan »gummistempel«-situation. Derfor må risikoen for, at denne situation opstår, tale imod adgangen til at etablere en koncernledelse, idet situationen forholdsvist nemt kan opstå.¹⁴⁷ På den anden side foreskriver selskabsloven *ikke*, som nævnt oven-

¹⁴⁰ Ibid., s. 250.

¹⁴¹ Ibid., s. 250.

¹⁴² Ibid., s. 82.

¹⁴³ Ibid., s. 101 f.

¹⁴⁴ Ibid., s. 250.

¹⁴⁵ Søgaard i U.2019B.327, s. 333 f.

¹⁴⁶ Friis Hansen m.fl.: Dansk selskabsret 2, s. 825 f.

¹⁴⁷ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 247 f.

for i afsnit 1.3.1., at der *ikke* er adgang til koncernledelse. Sammenholdes dette med det faktum, at koncernledelse i høj grad er nødvendig for at udnytte koncernfordele, og at det derfor må accepteres, at datterselskabets ledelse i nogle situationer kan fungere som et »gummistempel«, synes argumentet om, at en »gummistempel«-situation skal undgås, ikke at have nogen betydelig vægt.

Det er anført i litteraturen,¹⁴⁸ at ledelsesrettens lovlighed kan hvile på en retssædvane, idet der gennem flere årtier i vidt omfang er sket udøvelse af koncernledelse i praksis. Eksempelvis anfører Krüger Andersen i forbindelse med moderselskabets ledelse af koncernen, at selskabslovene¹⁴⁹ forudsætningsvis anerkender den erhvervsøkonomiske fordel ved koncerndannelse,¹⁵⁰ hvilket er en betragtning, som må bero på tilstedeværelsen af en retssædvane.¹⁵¹ Der foreligger således et andet muligt hjemmelsgrundlag end selskabsloven, og ideen om en sådan retssædvanes eksistens er et forsøg på at forklare, hvorfor det accepteres, at koncernledelse foregår i praksis. En legitim retssædvane kræver, at man har fulgt sædvanen almindeligt, stadigt og længe i den overbevisning, at man er retligt forpligtet,¹⁵² hvilket imidlertid ikke er opfyldt. Den sidste betingelse kan vanskeligt anses for opfyldt, når lovligheden af koncernledelse har været diskuteret så indgående i teorien over en så lang periode. At koncernledelse udøves i praksis, udgør således ikke i sig selv en hjemmel for ledelsesretten. Der skal noget mere til.¹⁵³ Desuden må det antages, at der skal ganske meget til, før lovligheden af et så omdiskuteret selskabsretligt princip som moderselskabets ledelsesret kan hvile på en retssædvane.

Samstemmigt med Engsig Sørensen er Werlauff også af den holdning, at der ikke er hjemmel til koncernledelse i selskabsloven.¹⁵⁴ I sin artikel J 1998:9, s. 370 f.,¹⁵⁵ stiller han sig kritisk overfor, at der af selskabsloven skulle kunne udledes en ledelsesret. Blandt andet med henvisning til selskabslovens regler om koncernlån er holdningen, at der fortolkes for vidt, hvis reglerne om koncernlån anskues som et udslag af en bagvedliggende velgennemtænkt strategi fra lovgivningsmagten side i henseende til at betragte koncernen som en enhed.¹⁵⁶ Det samme er holdningen ift. SL § 134, vis ordlyd og forarbejder ikke kan begrunde, at der eksisterer en ledelsesret for moderselskabet; bestemmelsen anskues alene som indeholdende et praktisk betonet budskab.¹⁵⁷ Ifølge Werlauff er der således ganske enkelt ikke hjemmel i selskabsloven til, at moderselskabet kan udøve ledelsesret – ledelse kan udelukkende, og uden undtagelse, ske på generalforsamlingen efter SL § 76.¹⁵⁸

Det er også anført, at en mere indirekte metode til overtagelse af ledelsen vil være ugyldig. Navnlig den situation, hvor et ledelsesmedlem i moderselskabet permanent er tilstede ved datterselskabets bestyrelsesmøder, for derved at påvirke beslutningerne, afvises som en lovlig ledelsesmetode.¹⁵⁹ Werlauff henviser

¹⁴⁸ Ibid., s. 251 samt note 659, hvor forfatteren både peger på, at Krüger Andersen delvist støtter ledelsesretten på en retssædvane, og at Krüger Andersen ikke mener, at der i selskabsloven forudsættes en ret til at give datterselskabets ledelse instrukser. Hvorvidt ledelsesretten kan støttes på en retssædvane se også Søgaard i U.2019B.327, s. 336.

¹⁴⁹ Krüger Andersen henviser til de tidligere selskabslove og den nuværende selskabslov samlet.

¹⁵⁰ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 555.

¹⁵¹ Søgaard i U.2019B.327, s. 336.

¹⁵² Evald: Juridisk teori, metode og videnskab, 2. udg., s. 108 f.

¹⁵³ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 251 og Søgaard i U.2019B.327, s. 336.

¹⁵⁴ Werlauff: Selskabsretten, 11. udg., s. 729.

¹⁵⁵ Werlauff i J 1998, nr. 9, s. 370 f. med henvisninger til de gamle selskabslove.

¹⁵⁶ Ibid., s. 371, dog med udgangspunkt i den daværende aktieselskabslovs bestemmelser.

¹⁵⁷ Ibid., s. 370, dog med udgangspunkt i den daværende aktieselskabslovs bestemmelser.

¹⁵⁸ Werlauff m.fl.: Dansk og international koncernret, 1. udg., s. 117.

¹⁵⁹ Ibid., 1. udg., s. 116 f.

i denne forbindelse til en kendelse afsagt af Erhvervsankenævnet¹⁶⁰, hvor en direktør for et moderselskab ikke fast og uformelt måtte deltage i datterselskabets bestyrelsesmøder. Den pågældende skulle i så fald vælges ind i bestyrelsen. Ud fra en omgåelsesbetragtning kombineret med Erhvervsankenævnets kendelse synes det korrekt, at indirekte ledelse ikke er muligt.

4.3.3. Koncernledelse uden for selskabsloven

4.3.3.1. Koncernledelse via en delegationsaftale

Det kan ikke med overvejende sikkerhed fastslås, at der består en hjemmel til koncernledelse uden for generalforsamlingens rammer. Derfor kan det overvejes, om en koncernledelse kan etableres på anden vis. Først og fremmest kan det overvejes, om ledelseskompetencen i datterselskabet kan delegeres til koncernledelsen i så stort omfang, at det er en metode til at udøve koncernledelse. Ved en delegationsaftale mellem moderselskabet og datterselskabet, overføres ledelsen af datterselskabet til moderselskabet, og ledelsen i datterselskabet er således ret beset fjernet.¹⁶¹

Schaumburg-Müller anfører, at et moderselskab kan aftale med sit datterselskab, at datterselskabet skal rådføre sig med en koncernledelse, før det træffer en beslutning, som datterselskabets ledelse ellers er tillagt enekompetence til at træffe efter selskabsloven. Så længe reglerne i selskabsloven formelt set overholdes, så er der ifølge Schaumburg-Müller ingen begrænsninger for, hvem der reelt træffer beslutningen.¹⁶² Dette kan karakteriseres som indirekte koncernledelse. Engsig Sørensen modstiller sig denne opfattelse, idet en delegationsaftale kun er gyldig, så længe datterselskabets ledelse bevarer nok kompetence til at skønne over selskabets interesse, hvilket ikke er muligt, hvis datterselskabets ledelse reelt ikke selv træffer beslutninger.¹⁶³ Engsig Sørensens argumentation kan tiltrædes, idet ledelsesorganerne dermed bevarer deres ret efter selskabsloven uanset delegationsaftalen. Såfremt selskabslovens regler om ledelsesorganer kunne omgås ved at følge den af Schaumburg-Müller anførte metode, ville datterselskabets ledelsesorganer blive illusoriske.

Det er alene ledelsens opgaver og kompetencer i det omfang, de ikke er et prærogativ efter selskabsloven, som kan delegeres. Ledelsen i datterselskabet ifalder altså stadig – uanset en delegationsaftale - ansvar efter selskabsloven, og bestyrelsen i datterselskabet skal stadig føre tilsyn med direktionen, selvom ledelsen af datterselskabet delegeres til en koncernledelse.¹⁶⁴ Netop denne sondring mellem opgaver og ansvar kan vise sig problematisk. Søgaard anfører, at det er vanskeligt at se, hvorledes lovens nøje afbalancering af opgaver og kompetencer på den ene side og ansvar for selskabets forhold på den anden side levner plads for en formaliseret udøvelse af koncernledelse via en delegationsaftale. Med henvisning til afbalanceringen drager Søgaard følgende konklusion: »I dansk ret må grænserne for delegation af ledelseskompetence på aftalemæssigt grundlag antages at være snævre.«¹⁶⁵ Dette tyder altså på, at der er enighed om muligheden for delegation af ledelseskompetence, men at grænserne herfor i praksis er snævre.

Det skal sikres, at ledelsesorganerne ikke bliver illusoriske som følge af en delegationsaftale. Det har ikke været lovgivers intention med selskabsloven, at ledelsesbestemmelserne i SL §§ 115-118 kunne udhules og omgås ved en delegationsaftale. Delegationen må af denne årsag ikke være så omfattende, at der reelt

¹⁶⁰ Erhvervsankenævnets kendelse af 27. maj 1994, 93-6.596, Årsberetningen 1994, s. 85.

¹⁶¹ Se fx Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 251.

¹⁶² Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber, 9. udg., s. 735.

¹⁶³ Engsig Sørensen: Samarbejde mellem selskaber i EF, s. 161.

¹⁶⁴ Se bl.a. Schans Christensen: Kapitalselskaber, 5. udg., s. 470 f., og Engsig Sørensen i RR 12.1995, s. 15 ff.

¹⁶⁵ Søgaard i U.2019B.327, s. 333.

ikke længere eksisterer ledelsesorganer i overensstemmelse med selskabsloven. En meget omfattende delegationsaftale kan i øvrigt føre til, at der skal gives en meget omfattende fuldmagt, fx generalfuldmagt, til personer, som ikke er registrerede som tegningsberettigede, hvilket kan være ugyldigt som stridende imod selskabslovens tegningsregler.¹⁶⁶

Ud fra ovenstående argumentation synes det muligt at lave en delegationsaftale, der sikrer en vis koncernledelse. Det bør dog bemærkes, at en delegationsaftale ikke fjerner problematikken om varetagelse af hhv. selskabsinteressen eller koncerninteressen. Koncernledelsen *overtager* altså ledelsen og skal varetage interesserne fra denne ledelsesposition.

4.3.3.2. Koncernledelse via en forpagtningsaftale

En forpagtningsaftale indebærer, at et selskab bortforpagter hele (eller en del af) sin virksomhed til en anden fysisk eller juridisk person (forpagteren), og kan således også overvejes som en metode til at etablere koncernledelse.

Datterselskabet bortforpagter virksomheden til en koncernledelse, som driver virksomheden i eget navn og for egen regning. Datterselskabet modtager som vederlag en fast ydelse eller en overskudsbestemt provision. En forpagtningsaftale giver ikke anledning til selskabsretlige problemer, da aftalen ikke ændrer på selskabets struktur – selskabsorganerne er intakte. Datterselskabets ledelse skal nu blot sikre, at forpagtningsaftalen overholdes af koncernledelsen, såfremt hele virksomheden er en del af aftalen.¹⁶⁷

Løsningen indebærer en overdragelse af ledelsesretten til en koncernledelse, men vil samtidig betyde, at en af de væsentlige fordele ved koncerndannelse, den begrænsede hæftelse mellem selskaberne, bortfalder.¹⁶⁸ Dette må anses som en betydelig ulempe, idet et væsentligt incitament for koncerndannelse netop er at sprede risikoen. Forpagtningsaftalen er ligeledes ikke ensbetydende med, at moderselskabet kan se bort fra datterselskabets interesser, når ledelse udøves i henhold til denne. Opgaverne skal udøves inden for de samme rammer, som datterselskabets ledelse er underlagt.

Der er ingen tvivl om, at forpagtningsmetoden udgør en reel adgang til at etablere koncernledelse.¹⁶⁹

4.3.4. Sammenfattende om adgangen til koncernledelse

Der er i dansk retslitteratur ikke enighed om, hvorvidt der foreligger hjemmel til koncernledelse hverken inden- eller udenfor selskabsloven. Enigheden angår alene, at der i praksis ofte etableres en koncernledelse, og at ledelsen udøves på forskellige måder uden sikker hjemmel. Der kan etableres en vis form for koncernledelse via en delegationsaftale eller en forpagtningsaftale, hvilket dog medfører andre ulemper, som fx bortfald af den begrænsede hæftelse, som ellers normalt er en fordel ved koncerndannelse. Der savnes retspraksis eller fortolkningsbidrag fra lovgiver, før det med sikkerhed kan afgøres, om det er lovligt eller ej at etablere en koncernledelse. Indtil da accepteres det i praksis, at koncerner i vidt omfang ledes fra en koncernledelse, hvilket også vil være udgangspunktet i nærværende afhandling.

¹⁶⁶ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 251 f. og konklusion i RR 12.1995, s. 15 ff. af samme forfatter.

¹⁶⁷ Engsig Sørensen: Samarbejde mellem selskaber i EF, s. 163 ff.

¹⁶⁸ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 252.

¹⁶⁹ Dog er det ikke set i praksis (pr. 1993), jf. Engsig Sørensen: Samarbejde mellem selskaber i EF, s. 166. For en konkret udformning af en forpagtningsaftale se Werlauff: Koncernretten, 1. udg., s. 291.

4.4. Forholdet mellem selskabsinteressen og koncerninteressen

4.4.1. Indledende

Hvorvidt koncerninteressen er legitim at varetage på bekostning af selskabets egen interesse, er blandt de selskabsretlige spørgsmål, der i årtier har været drøftet både i dansk og fremmed selskabsret, uden at der er fundet endegyldige svar.¹⁷⁰ Forholdet mellem selskabsinteressen og koncerninteressen kan sagtens forekomme uproblematisk, navnlig hvor en beslutning åbenbart både er i selskabets egeninteresse og i koncernens interesse. Omvendt er det forhold, at en disposition har været i koncernens interesse ikke ensbetydende med, at den også er i selskabets interesse.

Motivet for at træffe beslutninger, som tilsidesætter egeninteressen, opstår i sagens natur sjældent hos datterselskabet selv, men vil ofte være rekvireret af et moderselskab eller en koncernledelse. Det synes derfor også nærliggende at undersøge, hvordan forholdet er mellem selskabsinteressen og koncerninteressen set i sammenhæng med moderselskabets ledelsesret. Med andre ord, i hvilket omfang kan koncernledelsen varetage koncerninteressen med den konsekvens, at selskabets egeninteresse tilsidesættes?

Der tages i det følgende afsæt i selskabslovens regler om hhv. beskyttelse af minoritetsaktionærer, kreditorer og medarbejdere i datterselskabet, da reglerne uundgåeligt må iagttages, og derfor begrænser området inden for hvilket koncernledelsen kan foretage dispositioner, som tilsidesætter selskabsinteressen.

4.4.2. Begrænsninger i udøvelsen af koncernledelse i praksis

4.4.2.1. Minoritetsaktionærernes interesser

Minoritetsaktionærer er beskyttet af både generalklausulerne i SL §§ 108 og 127, men ligeledes af selskabslovens erstatningsregler i SL §§ 361 og 362.

Beskyttelsen består i, at alle aktionærers interesser skal tilgodeses ligeligt, og at generalforsamlingen ikke må træffe beslutninger, der er egnet til at skaffe aktionærer en utilbørlig fordel på øvrige aktionærers eller selskabets bekostning, jf. SL §§ 45, 108 og 127. Bestemmelserne beskytter minoriteten i forskellige situationer, fx når minoritetens interesser tilsidesættes ved at bremse selskabets udvikling, uden at det er forretningsmæssigt nødvendigt, men hvor det giver en fordel for koncernen. Dette *kan* være i strid med bestemmelserne, men er det ikke altid.¹⁷¹ Reglerne beskytter nemlig ikke minoriteten i forhold til alle beslutninger, som strider imod minoritetens interesse, jf. »åbenbart egnet« og »utilbørlig fordel«, og der skal formentlig en del til, før denne grænse er overskredet.¹⁷² Det må antages, at der skal ganske meget til, før en fordel for koncernen bliver »utilbørlig«. ¹⁷³ Konsekvensen af en overtrædelse er, at beslutningen er ugyldig, og denne risiko må en koncernledelse indkalkulere, hvis den fx vil tilsidesætte et koncernselskabs egeninteresse til fordel for koncerninteressen.

Koncernledelsen er ansvarlige for sit ledelseshverv overfor datterselskabet, hvilket ligeledes giver en beskyttelse for minoritetsaktionærerne. I langt de fleste tilfælde vil en koncernledelse deltage aktivt i ledelsen af datterselskabet, ved fx at have et ledelsesmedlem repræsenteret i datterselskabets ledelse. I så fald pålægger SL § 361 ledelsesmedlemmet et almindeligt culpaansvar, som udgør en bedre beskyttelse af

¹⁷⁰ Se både Søgaard i U.2019B.327, s. 327 og Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2.udg., s. 253 ff.

¹⁷¹ Se hertil nærmere diskussionen om koncerninteressens legitimitet i afsnit 4.4.3.

¹⁷² Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 567 f.

¹⁷³ Gomard i U 1998.B.175, s. 181 og Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 257.

minoritetsaktionærer end SL § 362, hvor ansvarsgrundlaget er grov uagtsomhed.¹⁷⁴ Som en afledt konsekvens af et skærpet ledelsesansvar begrænses koncernledelsens spillerum, da denne nødtigt vil ifalde ansvar for at påføre selskabet tab, jf. dog diskussionen om varetagelse af koncerninteresser i afsnit 4.4.3-4.4.5.

Minoritetsaktionærene er endvidere beskyttet af selskabslovens regler om indløsningsret- og pligt i §§ 70 og 73. En aktionær med 90 pct. kapitalandele kan efter § 70 gennemtvunge et køb af en minoritet eller omvendt blive tvunget til at købe en minoritet ud efter § 73. Bestemmelserne kan siges at udgøre en indirekte begrænsning af ledelsesretten, idet moderselskabet tilnærmelsesvis tvinges til at tage hensyn til minoriteten. Hvis ikke der tages hensyn, risikerer moderselskabet at blive tvunget til at overtage minoritetsaktionærens kapitalandele, hvis fx minoritetsaktionæren er utilfreds med, at der ikke ledes i datterselskabets interesse, og derfor kræver sig indløst. Indløsningen medfører omkostninger, og hvis indløsningen skal ske midt i en økonomisk ikke så attraktiv periode, er det ikke nødvendigvis profitabelt eller hensigtsmæssigt at skulle indløse. Det kan omvendt være en fordel for koncernledelsen, at reglen eksisterer; moderselskabet kan netop indløse minoritetsaktionæren i datterselskabet, så koncernledelsen undgår at blive »begrænset« af minoritetens interesser fremadrettet.

De ovennævnte bestemmelser har til formål at sikre minoritetens interesser i selskabet, og heri ligger en afledt begrænsning i koncernledelsens spillerum. Med andre ord, så mindskes handlefriheden – og dermed også muligheden for at varetage koncerninteressen på bekostning af selskabsinteressen, når koncernledelsen lovmæssigt »stimuleres« til at iagttage minoritetens interesser.

4.4.2.2. Kreditorernes interesser

En koncern betragtes ofte som en enhed, men juridisk forholder det sig som bekendt anderledes, idet hvert enkelt selskab betragtes som en selvstændig juridisk enhed i alle retlige relationer. En kreditor, som har et krav mod et koncernselskab, kan derfor heller ikke modregne dette krav med et tilgodehavende hos et andet koncernselskab.¹⁷⁵ Dette illustrerer, at en kreditor i ét selskab vil have en interesse i, alle dispositioner foretages i selskabets egeninteresse, eftersom sandsynligheden for, at kreditoren har sikkerhed for sit tilgodehavende, herved øges.

Kreditorinteressen beskyttes på forskellig vis i selskabsloven, herunder gennem reglerne om forsvarligt kapitalberedskab, jf. SL §§ 105, nr. 5 og 106, nr. 5, om binding af aktiekapital i selskabet, den almindelige erstatningsregel i SL § 361, samt reglen om at ulovlige beslutninger kan medføre straf, jf. SL § 367. Reglerne sikrer i vidt omfang, at ledelsen ikke stifter gæld, der åbenbart ikke kan indfries, og at ledelsen ikke tømmer selskabet for midler, fx udlån til et insolvent moderselskab, med den konsekvens at kreditorerne ikke kan fyldestgøres.¹⁷⁶ Overordnet er formålet med reglerne at beskytte kreditorerne mod tab, hvilket indskrænker udøvelsen af koncernledelse.

Også generalklausulerne i SL §§ 108 og 127 beskytter kreditorernes interesser¹⁷⁷, jf. til illustration Kiwi-dommen¹⁷⁸, hvor en pantsætning ikke var i selskabets egen interesse, og dermed indirekte ikke i kreditorernes interesse. Derfor var den ugyldig som stridende imod SL § 127.

¹⁷⁴ Friis Hansen m.fl.: Dansk selskabsret 2, 5. udg., s. 827.

¹⁷⁵ Ibid., s. 833.

¹⁷⁶ Gomard: Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerner, 1. udg., s. 91.

¹⁷⁷ Det fremgår desuden af Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 259, at der enighed herom i litteraturen.

¹⁷⁸ SH2015.P-52-14. Gennemgang og referat af dommen fremgår i afsnit 5.3.2.

Beskyttelsen af kreditorerne begrænser koncernledelsesretten, eftersom ledelsens handlemuligheder indskrænkes til dispositioner, som er i overensstemmelse med selskabsloven, herunder kreditorernes interesser.¹⁷⁹

4.4.2.3. *Medarbejdernes interesser*

Hensynet til datterselskabets medarbejdere kan være en begrænsning i koncernledelsesretten, hvorfor dette hensyn skal varetages ved udøvelse af koncernledelse.

SL §§ 140 og 141 giver arbejdstagere i en koncern ret til at blive repræsenteret i både datterselskabets og moderselskabets bestyrelse eller tilsynsråd (herefter alene bestyrelse). Repræsentanterne skal fungere på samme vilkår som de øvrige bestyrelsesmedlemmer, og formålet er at forebygge den situation, hvor datterselskabets ledelse reelt ingen funktion har, men blot gennemfører koncernledelsens beslutninger (»gummistempel«-situationen). I en sådan situation opnår arbejdstagerne reelt ingen indflydelse ved at sidde i datterselskabets bestyrelse. Derfor kan medarbejderrepræsentanterne, såfremt betingelserne i bestemmelserne er opfyldte, udøve deres indflydelse i moderselskabets bestyrelse.¹⁸⁰

Hvis medarbejderrepræsentanterne i moderselskabets bestyrelse gør modsatrettede holdninger gældende, indsnævres rammerne for koncernledelsens adgang til at varetage koncerninteressen på bekostning af datterselskabets egeninteresse.¹⁸¹

4.4.3. **Koncerninteressens legitimitet – fra et teoretisk synspunkt**

Der kan argumenteres for, at det selskabsretlige udgangspunkt også i koncernsituationer bør respekteres, således at selskabsinteressen aldrig må tilsidesættes. Dette kan navnlig begrundes i, at selskabsledelsen netop har pligt til at varetage selskabets egeninteresse, og når ledelsen er udpeget af selskabet, så skylder den selskabet sin loyalitet.¹⁸² Med andre ord skal ledelsen i koncernselskabet handle i selskabets egen interesse, og der er ikke hjemmel til at træffe beslutninger, som tilsidesætter denne egeninteresse, uanset om det måtte være til fordel for et moderselskab, et søsterselskab eller koncernen som helhed. Werlauff og Nikolaj Vinther anfører i overensstemmelse hermed, at »der savnes simpelthen hjemmel til at give et moderselskab lov til at gribe ind i datterselskabets forhold og tilsidesætte dets isolerede selskabsinteresse...«. ¹⁸³ Friis Hansen og Krenchel anfører ligeledes, at ledelsen har pligt til at varetage selskabets egen interesse, og at de ikke kan påberåbe sig ansvarsfrihed, fordi de har handlet efter ordre fra moderselskabet, eller fordi de har varetaget koncernens interesser.¹⁸⁴ Friis Hansen og Krenchel er dog inde på, at det efter dansk ret er tilladt, at en moder tilsidesætter en datters interesser i et vist omfang, men at en generel henvisning til at tilhørsforholdet i koncernen medfører en række fordele, formentlig ikke er tilstrækkelig for legitimering af koncerninteressen.¹⁸⁵

¹⁷⁹ Se hertil afsnit 2.3 ovenfor, hvor kreditorinteresserne er yderligere behandlet.

¹⁸⁰ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 572 f. samt Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber, 9. udg., s. 763.

¹⁸¹ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 572.

¹⁸² Engsig Sørensen: Samarbejde mellem selskaber i EF, s. 200 og Lau Hansen: Informationsmisbrug, s. 435.

¹⁸³ Vinther m.fl.: Dansk og international koncernret og koncernskatteret, s. 117.

¹⁸⁴ Friis Hansen m.fl.: Dansk selskabsret 2, s. 827-828.

¹⁸⁵ Friis Hansen m.fl. Dansk selskabsret 2, s. 826-827. Se også Søgaards bemærkning til Friis Hansen og Krenchel i U.2019B.327, s. 332.

Lidt anderledes påpeger Morten Samuelson, at hvis bestyrelsen i en bestemt sag er nødt til at vælge mellem koncernens samlede interesse og selskabets interesse, så skal selskabets interesse gå forud. Et sådant forrangsprincip giver god mening, i hvert fald hvis selskabet har minoritetsaktionærer, da disse ikke nødvendigvis er interesserede i at bidrage til koncernens bedste, hvis det sker på deres bekostning. Drejer det sig derimod om helejede selskaber, vil en moderselskabsbeslutning, der skader datterselskabet, i sidste ende kun være til skade for moderselskabet selv¹⁸⁶, hvorfor den i højere grad må accepteres. Samuelson bevæger sig dernæst ind på en anderledes variant af det nedenfor behandlede nettosynspunkt, idet han anfører, at hvis moderselskabet i en samlet vurdering kan konstatere, at det er til koncernens bedste - fordelene for koncernen er større end ulempen for datterselskabet - skal moderselskabet have adgang til at kunne gennemtvinge dispositionen.¹⁸⁷ I samme retning går Engsig Sørensen, der med Kiwi-dommen konstaterer, at ledelsen i koncernselskaber må sikre sig, at de dispositioner, der foretages i koncernens interesse, også er i selskabets interesse. Ledelsen pålægges således også et generelt ansvar for at påse om selskabsinteressen iagttages.¹⁸⁸

Schaumburg-Müllers opfattelse er, at fællesinteressen i koncernen både kan og bør tages i betragtning, og bevæger sig således væk fra det selskabsretlige udgangspunkt om selskabers selvstændighed. Til støtte for sit synspunkt anfører han, at det er et hovedpunkt i selve koncerndefinitionen i SL § 7, at moderselskabet har beføjelse til at styre sine dattervirksomheders økonomiske og driftsmæssige beslutninger, hvorfor der også konkret må være hjemmel til, at koncernens interesse prioriteres over selskabsinteressen.¹⁸⁹ Schaumburg-Müller begrænser dog moderselskabets dispositionsadgang i helejede datterselskaber med henvisning til SL § § 115 og 361, hvorefter et moderselskab ikke må udsætte dattervirksomheders kreditorer for en urimelig tabsrisiko. Om datterselskaber, som ikke er helejede, slutter Schaumburg-Müller ud fra SL §§ 108 og 127, at moderselskabet ikke må søge at skaffe sig »en utilbørlig fordel på en minoritets bekostning«.¹⁹⁰ På linje hermed har Gomard anført, at en begrænsning af moderselskabets frihed til at disponere med koncerninteressen for øje er meningsløs, når datterselskabet er helejet, så længe kreditorernes interesser er tilstrækkeligt iagttaget. Det ville være, som Gomard formulerer det, ejendommeligt, hvis et helejet datterselskab var berettiget til at køre sit eget løb – alene med egeninteressen for øje – for når alt kommer til alt, så er det moderselskabet, som på generalforsamlingen bestemmer, hvad der skal ske med et overskud i datterselskabet.¹⁹¹

4.4.4. Et nettosynspunkt

Flere forfattere argumenterer for, at ledelsen i et datterselskab skal have mulighed for at tilsidesætte datterselskabets egeninteresse, hvis der samtidigt foretages dispositioner i koncernen, som, når tingene ses på lidt længere sigt og i sammenhæng, tilfører koncernselskabet fordele.¹⁹² Denne betragtning benævnes ofte »netto betragtningen« eller »udligningssynspunktet«, idet princippet er, at fordele og ulemper kan blive udlignet over tid. Samtidig er det som udgangspunkt slutresultatet, der bør tillægges vægt, når det skal vurderes, om en given disposition er hjemtaget til fordel for koncernen men på bekostning af et enkelt

¹⁸⁶ Moderselskabets kreditorer kan dog også i yderste konsekvens - moderselskabets konkurs - lide skade.

¹⁸⁷ Samuelson i ET 2009.136, s. 4.

¹⁸⁸ Engsig Sørensen i U.2017B.29, s. 33.

¹⁸⁹ Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber – Aktie og anpartsselskaber, 9. udg., s. 730.

¹⁹⁰ Ibid., s. 730.

¹⁹¹ Gomard: Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerner, s. 70 f.

¹⁹² Se blandt andre Kure i U.2012B.139, s. 142, Schans Christensen: Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret, 5. udg., s. 689, Gomard: Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerner, s. 90 samt Friis Hansen m.fl.: Dansk selskabsret 2, 5. udg., s. 826.

koncernselskab.¹⁹³ I nærværende afsnit skal alene metodens teoretiske forståelse inddrages, da metoden som løsningsmodel overvejes i nedenfor afsnit 8.1.

Hvorvidt en sådan nettobetragtning anerkendes i dansk ret er ikke endegyldigt afgjort. Blandt andre Werlauff har anset retsstillingen som uafklaret, og har i tidligere værker forholdt sig kritisk til nettobetragtningen. Således anførte han i et værk fra 2005, at der ikke findes noget gyldigt forsvar for den »verdensfjerne retstilstand«, at datteren opnår fordele af koncernforholdet, idet disse fordele ofte er af imagemæssig, administrativ eller rationaliseringsmæssig beskaffenhed, og således på ingen måde kan begrunde, at en instruks fra moderselskabet om at foretage en disposition, som tilsidesætter egeninteressen, er retmæssig.¹⁹⁴

Werlauff er dog senest inde på, at varetagelse af koncerninteressen formentligt forudsætter, at der »jævnligt bør være en synlig og rimelig modydelse«¹⁹⁵, og bekender sig således også til kriteriet om nettovirkningen af koncernforholdet. Det samme gør Krüger Andersen, idet han anfører, at en minoritetskrænkelse under alle omstændigheder først kan foreligge, hvis »nettoresultatet er negativt for datterselskabet«.¹⁹⁶

Kiwi-dommen synes også at acceptere nettobetragtningen.¹⁹⁷ Selvom den i sagen omstridte pantsætning kendtes ugyldig pga. selskabets manglende interesse, så anførte retten i sine præmisser, at »den nærmere koncernforbindelse mellem selskaberne kan tillægges betydning ved vurderingen af, om dispositionen (også) har været i det disponerende selskabs egeninteresse«. Dommens præmisser antyder dog i mellemtiden, at når det er dokumenteret, at der er foretaget en tabsgivende disposition (dvs. en disposition uden for selskabets interesse), må det være selskabet selv, der dokumenterer eller sandsynliggør, at der også er fordele, hvilket ikke var tilfældet i Kiwi-sagen.¹⁹⁸

Friis Hansen og Krenchel anerkender også nettobetragtningen som tilstedeværende i dansk ret. Således konstaterer de senest, at det efter gældende dansk ret er tilladt, at et moderselskab tilsidesætter et datterselskabs interesser i et vist omfang og forklarer dette med, at tilhørsforholdet til koncernen må antages at medføre en række fordele, som kompenserer for de ulemper, som ordrer fra et moderselskab kan medføre.¹⁹⁹

4.4.5. Nettobetragtningens udfordringer

Krüger Andersen kobler nettobetragtningen op på generalklausulen i SL § 108, sådan at afvejningen af fordele og ulemper må ske i sammenhæng med denne, hvorefter det forudsættes, at der er overskredet en vis tærskelværdi, før der foreligger en minoritetskrænkelse. I nærværende sammenhæng kan denne tærskelværdi også betegnes som et negativt nettoresultat.²⁰⁰ Der forudsættes således en vis overskridelse af tærskelværdien, som altså ligner vurderingen efter § 108; grænserne »åbenbart egnede« og »utilbørlig fordel« skal ifølge Krüger Andersen være overskredet i relation til nettovurderingen.

¹⁹³ Vinther m.fl.: Dansk og international koncernret og koncernskatteret, s. 116.

¹⁹⁴ Ibid., s. 116.

¹⁹⁵ Werlauff: Selskabsret, 11. udg., s. 730 og Søgaard med henvisning i U.2019B.327, s. 332 til Werlauff.

¹⁹⁶ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 567 f.

¹⁹⁷ Se både Engsig Sørensen: Selskabsstruktur, 2. udg., s. 261 og 255, note. 671, og Søgaard i U.2019B.327, s. 332.

¹⁹⁸ Der henvises til afsnit 5.3.2 for en nærmere behandling af dommen.

¹⁹⁹ Friis Hansen m.fl.: Dansk selskabsret 2, s. 827.

²⁰⁰ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 567 f.

Netop hvorledes afvejningen af fordele og ulemper i henhold til nettobetragtningen nærmere skal foregå, kan påpeges som et problem ved nettobetragtningen og dennes anvendelighed. Én ting er nemlig at beslutte sig for, at fordele skal opveje ulemper, hvis en given disposition skal tilgodese koncerninteressen på bekostning af selskabsinteressen. Én anden ting er, hvordan disse fordele og ulemper måles og på hvilket tidspunkt. Søgaard anfører, at det for praktikere kan synes ganske vanskeligt at opstille en sådan nettovurdering, endsiges tilrettelægge en effektiv bevisførelse herfor.²⁰¹ Synspunktet forekommer korrekt, og er tillige bakket op af de fleste forfattere, herunder Krüger Andersen, som pointerer, at der heller ikke foreligger dansk domspraksis, der er egnet til at belyse mere præcist, hvilke metoder, målestokke eller tidshorisont der skal lægges til grund ved opgørelsen af koncernforholdets nettovirkning.²⁰²

Navnlig Engsig Sørensen har forholdt sig til spørgsmålet om, hvordan nettovurderingen nærmere skal foregå i praksis. Der stilles spørgsmål såsom: Hvor konkret skal en fordel være, for at den kan legitimere en ugunstig beslutning? Hvad hvis de fordele, man forventede, udebliver? Er der krav om, at man fører regnskab med størrelsen af fordele og ulemper?²⁰³ Ifølge Engsig Sørensen forekommer det mest oplagt, at koncernselskabet kan foretage ufordelagtige dispositioner, hvis der er en »meget konkret udsigt til en fordel, der fuldt ud kompenserer for ulempen«²⁰⁴ Engsig Sørensen plæderer med andre ord for, at man som udgangspunkt vurderer effekten af enkeltdispositioner.²⁰⁵ Ser man ikke på de enkelte dispositioner, men derimod på et større hele af fordele og ulemper, vil argumentationen automatisk blive mindre overbevisende, og det vil være mere usikkert, i hvilket omfang den kan legitimere, at selskabsinteressen rent faktisk er varetaget.²⁰⁶ Flere forfattere, heriblandt netop Engsig Sørensen, men også Schans Christensen, nævner den såkaldte Rozenblum-doktrin²⁰⁷ som en mulig inspirationskilde for dansk ret.²⁰⁸

4.5. Sammenfattende

Der følger en faktisk ledelsesret som kapitalejer af SL § 76, hvorefter moderselskabet kan udøve en faktisk og direkte ledelse på generalforsamlingen, kun begrænset af selskabslovens generalklausuler. Ledelsesretten kan alene udøves på generalforsamlingen, og derfor er ledelsesretten meget begrænset i forhold til driften af datterselskaber.

Der findes en række argumenter, som peger i retning af, at der er hjemmel til at udøve koncernledelse uden for generalforsamlingens rammer, men samtidig er der adskillige argumenter, som taler imod. Spørgsmålet om, hvorvidt der er hjemmel til koncernledelse i dansk ret, er således fortsat omtvistet og uafklaret. Enigheden angår alene, at der i praksis udøves koncernledelse i vidt omfang uden sikker lov-hjemmel, og at hvor koncernledelse udøves, er udøvelsen begrænset af hensynet til kreditorerne, minoritetsaktionærerne og arbejdstagerne.

Analysen af forholdet mellem selskabsinteressen og koncerninteressen viser, at der ikke udtrykkeligt af retspraksis eller den danske selskabslov findes en klar hjemmel til at hjemtage fordele for koncernen på bekostning af selskabets interesse. Hvis det selskab, som har tidsidesat sin egeninteresse, dog samtidigt

²⁰¹ Søgaard i U.2019B.327, s. 332.

²⁰² Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 567.

²⁰³ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2.udg., s. 255.

²⁰⁴ Ibid., s. 255.

²⁰⁵ Ibid., s. 261. Se også nærmere om synspunktet i afsnit 5.3.2.

²⁰⁶ Ibid., s. 255.

²⁰⁷ Rozenblum-doktrinen er nærmere behandlet nedenfor i afsnit 7.2.

²⁰⁸ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 255 og Schans Christensen: Kapitalselskaber, 5. udg., s. 689 ff., samt behandling nedenfor i afsnit 7.2.

opnår en nettofordel, eller hvis der består en vis sikkerhed for, at ulemperne inden forholdsvis kort tid bliver opvejet af fordele, som tilføres det enkelte koncernselskab som følge af koncernforholdet, kan det ifølge den overvejende del af teorien lade sig gøre, at et selskab ved en disposition konkret prioriterer koncerninteressen over selskabsinteressen. Det bemærkes dog, at denne nettobetragtning i teorien mødes med skepsis, idet den unægtelig efterlader flere spørgsmål i relation til, hvordan den i praksis skal finde anvendelse.

Andet afsnit: Interessevaretagelsen i praksis

5. Kautio og sikkerhedsstillelse for koncernselskaber

5.1. Indledende

Hvor ét selskab optager lån på hele koncernens vegne eller har behov for at optage større lån, end selskabet konkret kan blive kreditgodkendt til, vil långiver ofte kræve kautio og/eller sikkerhedsstillelse fra de øvrige koncernselskaber. Formålet med kautio og sikkerhedsstillelse er naturligvis at minimere långivers – oftest et pengeinstituts – kreditrisiko.²⁰⁹ Moderselskabet eller et specifikt oprettet finansselskab vil ofte hjemtage lån for hele koncernen, hvorefter dette fordeles ud til de øvrige koncernselskaber. Det er klart, at en långiver i sådanne situationer ofte vil betinge sig sikkerhed fra mere end ét selskab, da der reelt er mere end én låntager. I praksis vil det ikke sjældent ses, at moderselskabet giver sit datterselskab instruks til at yde en sådan sikkerhed, enten i form af pantsætning eller kautio. Her ses moderselskabets ledelsesret at skære igennem, mens datterselskabet »adlyder«, uanset om det konkret er i datterselskabet egen interesse. Jesper Bierregaard nedfælder i sin artikel FDR 2015.1 problematikken ganske præcist: »Ved sikkerhedsstillelse mellem koncernforbundne selskaber stilles spørgsmålet om selskabsinteressen kontra koncerninteressen på spidsen: I hvilket omfang kan koncerninteressen berettige, at et selskab stiller sikkerhed for koncernforbundne selskabers gæld?«. ²¹⁰

Formålet med dette afsnit er at analysere et selskabs interesse i at påtage sig kautio eller yde sikkerhedsstillelse for et koncernselskabs forpligtelser, og i den forbindelse overveje hvilke komplikationer der opstår i relation hertil.

5.2. Forsvarlighedskriteriet ctr. selskabsinteressen

Selskabslovens regler i §§ 115-118 indeholder en generel pligt for ledelsen, herunder bestyrelsen, tilsynsrådet og direktionen, til at sikre, at kapitalberedskabet til enhver tid er forsvarligt, og at formueforvaltningen sker på en betryggende måde.²¹¹ Der er tale om et forsvarlighedskrav, som kontinuerligt må varetages af selskabets ledelse, og der synes ikke grundlag for at fravige dette forsvarlighedskrav for så vidt angår netop kautio og sikkerhedsstillelse.²¹² Ledelsen i et hvilket som helst selskab – og uagtet om selskabet indgår i en koncern – skal altså, i overensstemmelse med dette forsvarlighedskriterie, påse om det er forsvarligt fx at kautionere eller stille sikkerhed. Kravet om forsvarlighed sætter dels en øvre grænse for, hvor store forpligtelser selskabet kan påtage sig, dels vilkårene herfor.²¹³ I nærværende sammenhæng kompenserer forsvarlighedskravet for en i øvrigt manglende regulering af, hvorvidt og i givet fald på hvilke betingelser et dansk kapitalselskab må kautionere og stille sikkerhed.

²⁰⁹ Kure i U.2012B.139 s. 140 og Bierregaard i FDR.2015.1.22 s. 1.

²¹⁰ Bierregaard i FDR 2015.1.22, s. 1.

²¹¹ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 331-333.

²¹² Se i overensstemmelse hermed fx Børjesson m.fl. i RR.7.2011.30., s. 1 og Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 449 ff.

²¹³ Kure i U.2012B.139, s. 145.

Når en kaution eller sikkerhedsstillelse i et konkret tilfælde skal vurderes forsvarlig henset til selskabets økonomi og kapitalberedskab, må ledelsen typisk foretage en kreditvurdering af låntagerselskabet.²¹⁴ Denne kreditvurdering skal ske med det formål at vurdere låntagerselskabets muligheder for at tilbagebetale lånet, og derved i størst muligt omfang eliminere risikoen for at blive opkrævet iht. en kaution eller sikkerhedsstillelse. Kure anfører, at forsvarlighedsvurderingen ved kaution og sikkerhedsstillelse er toledet: For det første må ledelsen vurdere risikoen for, at låntagerselskabet ikke rettidigt tilbagebetaler lånet (kreditvurderingen), og for det andet må det vurderes, hvordan det vil påvirke selskabet selv, hvis det måtte blive aktuelt, at långiver opkræver betaling i henhold til kautionen eller sikkerheden.²¹⁵

At det skal vurderes, om selskabets økonomiske tilstand kan bære en evt. kaution eller sikkerhedsstillelse, kan også ses som et krav om, at beslutningstagerne i det enkelte selskab må sikre sig, at sikkerhedsstillelsen ikke udgør et for stort beløb. Af samme årsag synes en ubegrænset sikkerhedsstillelse for hele koncernens tilgodehavende sjældent at kunne være forsvarlig.²¹⁶ For at imødekomme långivers krav om sikkerhed, men samtidigt iagttage forsvarlighedskravet, kan ledelsen overveje at begrænse de sikrede forpligtelser. Den nærmere regulering af begrænsningen giver anledning til forhandling med långiveren, men i teorien peges der på en række forskellige begrænsningsmuligheder, herunder begrænsning til selskabets frie reserver, selskabets egenkapital eller begrænsning til et nærmere fikseret beløb.²¹⁷

Hvis det konkret kan konstateres, at en kaution eller sikkerhedsstillelse ikke er forsvarlig, er det klart, at den heller ikke kan være i selskabets interesse. Hvis det omvendt konstateres, at en kaution eller sikkerhedsstillelse *er* forsvarlig, er dette ikke nødvendigvis ensbetydende med, at dispositionen tilmed er i datterselskabets egen interesse. Det kunne fx tænkes, at datterselskabet selv kunne have brugt de pantsatte genstande til at optage et lån, som der konkret var behov for. Afvejningen af, om en given disposition både er forsvarlig og i selskabet interesse, eller kun forsvarlig, kompliceres ej heller mindre af, at begreberne, selskabsinteresse og forsvarlighed, er svære at adskille. Vilklarene for kaution og sikkerhedsstillelse må fx nødvendigvis indgå i vurderingen af selskabets interesse, men er samtidig en central del af forsvarlighedsvurderingen. Henrik Kure anfører, at selskabets interesse formentlig skal vurderes snævert alene ud fra en interesseafvejning, mens forsvarlighedsvurderingen kræver, at dispositionen vurderes i forhold til selskabets økonomi og den implicerede risiko.²¹⁸

Til de følgende underpunkter i nærværende afsnit om kaution og sikkerhedsstillelse skal forsvarligheds-kriteriet holdes in mente, idet kriteriet altid bør iagttages, og således gælder sideløbende med kravet om selskabsinteresse, jf. dog diskussion om indholdet af SL § 211 nedenfor i afsnit 5.3.3.

5.3. Selskabsinteressen – direkte eller indirekte betragtning

Dispositioner, som ledelsen foretager på selskabets vegne, skal være i selskabets interesse. Selskabsinteressen blev ovenfor i afsnit 2.7 bestemt til at indebære en pligt for ledelsen til at varetage kapitalejernes kollektive interesse og til dels kreditorinteressen, og fungerer dermed som en slags norm for fastlæggelsen af ledelsens pligter.²¹⁹ Spørgsmålet er herefter, hvor konkret selskabets interesse skal være i relation til

²¹⁴ Bang i RR.2.2017.43, s. 3-4. NB: Bang beskriver forsvarligheds-kriteriet i relation til koncernlån, men det antages at der gælder de samme hensyn fsva. kaution og sikkerhedsstillelse.

²¹⁵ Kure i U.2012B.139, s. 146.

²¹⁶ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 279.

²¹⁷ Kure i U.2012B.139, s. 146.

²¹⁸ Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 450 f.

²¹⁹ Til støtte herfor, se også Kure i U.2012B.139 s. 141.

konkrete dispositioner, såsom kaution og sikkerhedsstillelse, og om koncernforholdet i sig selv åbner for en bredere fortolkning af selskabets interesse.

Når kravet om, at selskabsinteressen altid skal varetages, overføres til de situationer, hvor selskabet skal kautionere eller stille sikkerhed for et koncernselskab, kan der skelnes mellem at anvende et snævert krav om en *direkte* påviselig interesse, eller et bredt krav, således at også *indirekte* og usikre fordele kan siges at være i selskabets interesse.²²⁰ En direkte påviselig interesse kan eksempelvis udgøre et økonomisk afkast i form af garantiprovision. Ligeledes vil en af selskabet påtaget pro rata hæftelse svarende til det beløb, som selskabet kan låne koncerninternt, udgøre en direkte og påviselig interesse. En indirekte interesse vil derimod være udtryk for en bredere betragtning, eksempelvis hvor selskabet yder kaution for en akquisitionsfianciering, hvor koncernselskabet – efter inkorporering af det overtagede selskab – opnår synergieffekter, herunder fx øgede markedsandele, samarbejdsfordele mv.²²¹ Selskabets interesse i kautionen eller sikkerhedsstillelsen er ud fra sådan en betragtning således hverken konkret eller sikker, men under alle omstændigheder må der for den givne disposition foretages en helhedsvurdering.

Kure og Bierregaard er begge fortalere for, at kaution eller sikkerhedsstillelse vil være i selskabets interesse, hvis interessen er afvejet over for de ulemper, som kaution og sikkerhedsstillelse indebærer for selskabet. Hvis ledelsen foretager en slags »*cost-benefit-analyse*«, således at der sikres en vis balance mellem fordele og ulemper, accepteres både kaution og sikkerhedsstillelse som værende i selskabets interesse.²²² Der må i denne henseende henvises til denne afhandlings behandling af nettosynspunktet, jf. ovenfor under afsnit 4.4.4, som også forudsætter, at selskabet – på kortere eller længere sigt – har fordele, som opvejer ulempen. Begge forfattere tilslutter sig således en lempelig nettovurdering af selskabsinteressens varetagelse, idet de tillader, at der henover tid skal vise sig fordele, som i større eller mindre grad kan kompensere for ulempen ved at stille kautionen eller sikkerheden.

Henrik Steffensen anfører, at en sikkerhedsstillelse for et moderselskab skal honoreres på markedsvilkår, dvs. hvad det vil koste at få en tilsvarende sikkerhed i et pengeinstitut.²²³ Ligges denne opfattelse til grund, opnår selskabet en ganske direkte og påviselig interesse i sikkerhedsstillelsen, eftersom selskabet modtager en direkte modydelse for sikkerhedsstillelsen. Steffensen synes derfor at afvise en mere lempelig vurdering af selskabets interesse, idet han kræver denne direkte påviselige interesse i kautionen/sikkerhedsstillelsen.

I det følgende sondres der mellem dispositioner foretaget for et datterselskab, et søsterselskab og et moderselskabs forpligtelser. Opdelingen bidrager til et mere detaljeret indblik i et koncernselskabs konkrete interesse i en kaution eller sikkerhedsstillelse og skal hjælpe med at identificere, hvor problemerne i relation til den konkrete afvejning af selskabsinteressen ctr. koncerninteressen opstår.

5.3.1. Kaution og sikkerhedsstillelse for et datterselskabs forpligtelser

Dette afsnit indtager et moderselskabs perspektiv, hvor det overvejes, i hvilket omfang et moderselskab har interesse i at kautionere eller stille sikkerhed for sit datterselskabs forpligtelser. Der tages indledningsvist afsæt i helejede datterselskaber, hvori minoritetsinteresser som bekendt ikke eksisterer.

²²⁰ Kure i U.2012B.139 s. 141, Bierregaard i FDR2015.1.22 s. 2 og Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 445.

²²¹ Bierregaard i FDR2015.1.22 s. 2.

²²² Kure i U.2012B.139 s. 142, Bierregaard i FDR2015.1.22 s. 2 og Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 445 f.

²²³ Steffensen m.fl.: Transaktioner i selskaber, 1. udg., s. 331. I forlængelse heraf anføres imidlertid, at dette krav formentlig overses i praksis.

Det må generelt anses for mindre kontroversielt, når et moderselskab iagttager koncerninteressen.²²⁴ Hvor et moderselskab kautionerer eller stiller sikkerhed for et helejet datterselskabs forpligtelser, vil den fordel, som datterselskabet herved opnår, indirekte også være en fordel for moderselskabet i kraft af moderselskabets ejerskab af kapitalandelene i datterselskabet.²²⁵ Hensynet til moderselskabets kreditorer gør heller ikke hverken kaution eller sikkerhedsstillelse betænkelig, idet disse kreditorer kan søge fyldestgørelse i moderselskabets aktiver, som netop indbefatter kapitalandelene i datterselskabet. I det omfang en kaution stillet af moderselskabet kan medvirke til, at en vigtig aftale indgås mellem datterselskabet og en tredje mand, vil datterselskabet blive tilført værdi, hvilket videre afspejler sig i kursen på moderselskabets kapitalandele i datterselskabet. Sådanne argumenter er udtryk for en formodning om, at et moderselskabs dispositioner til fordel for et helejet datterselskabs forpligtelser, herunder kaution og sikkerhedsstillelse, oftest er i moderselskabets interesse – og altså ikke forårsager større betænkeligheder.²²⁶ Moderselskabets interesse og koncerninteressen kan i disse tilfælde i det væsentligste anskues som værende sammenfaldende.

Efter en konkret vurdering vil en sådan formodning dog kunne afkræftes. Er datterselskabet eksempelvis håbløst forgældet, vil moderselskabets kaution for et lån, som datterselskabet optager, potentielt blive en dyr affære.²²⁷ Moderselskabet bør i sådanne situationer nøje overveje, om egeninteressen er tilstrækkeligt varetaget; dette vil fx kunne tænkes, hvis lånet, som datterselskabet med kautionen får mulighed for at hjemtage, er tilstrækkelig for datterselskabets overlevelse.

For så vidt angår delejede datterselskaber, vil der, særligt hvis der i datterselskabet er en stor minoritet, i mindre grad kunne statuere et interessesammenfald mellem koncerninteressen og moderselskabets interesse. Stiller moderselskabet eksempelvis en sikkerhed overfor en medkontrahent til datterselskabet med den effekt, at datterselskabet kan indgå en fordelagtig aftale, vil fordelene ikke i sin helhed komme tilbage til moderselskabet i form af forøget værdi af kapitalandelene i datterselskabet.²²⁸ En sikkerhedsstillelse stillet af moderselskabet vil således ikke automatisk medføre en fordel for moderselskabet, men vil netop også komme minoriteten til gode. Kure anfører, at moderselskabet kan kautionere og stille sikkerhed for et delejet datterselskabs forpligtelser, hvis blot forpligtelsen sættes i forhold til ejerandelen, således at der sikres en vis proportionalitet.²²⁹ Engsig Sørensen tilslutter sig ikke umiddelbart en sådan proportionalitetsbetragtning, idet han anfører, at *»selv et mindre lån eller sikkerhedsstillelse afhængigt af situationen vil kunne tilføre datterselskabet en værdi, som minoritetsejerne også får glæde af.«* For at undgå at minoriteten begunstiges unødigt, foreslår Engsig Sørensen at minoriteten kan stille en sikkerhed, som modsvarer moderselskabets set i forhold til selskabets kapitalandele i datterselskabet. Alternativt skal moderselskabet sørge for, at sikkerhedsstillelsen ydes på almindelige markedsvilkår.²³⁰

Engsig Sørensens synspunkt synes berettiget, idet moderselskabets sikkerhedsstillelse for et delejet datterselskabs forpligtelser, uanset en proportionalitetsafvejning i forhold til ejerandel, vil begunstige minoritetsejerne i form af værdistigning på deres kapitalandele. Der forekommer således at være et problem

²²⁴ Se fx Bierregaard i FDR2015.1.22 s. 2 eller Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 280.

²²⁵ Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 446 og Kure i U.2012B.139, s. 142.

²²⁶ Ibid., s. 447.

²²⁷ Ibid., s. 447.

²²⁸ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 280.

²²⁹ Kure i U.2012B.139, s. 143.

²³⁰ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 281, note 737.

for moderselskabets dispositionsadgang i forhold til delejede datterselskaber, hvis selskabets egeninteresse samtidigt skal iagttages.

5.3.2. Kautio og sikkerhedsstillelse for et søsterselskabs forpligtelser

Selskabsloven indeholder ikke regler om kautio og sikkerhedsstillelse for koncernselskaber, som hverken er moder- eller datterselskab. Imidlertid vil netop denne koncernforbindelse ofte medføre flere betænkeligheder, idet det direkte ejerskab ikke er til stede, sådan som det er ved moder-/datterselskaber. Det økonomiske bånd er med andre ord svagere, og der skal derfor også generelt mere til for at sandsynliggøre selskabsinteressen i fx en kautio.²³¹

Når selskabsloven ikke fastlægger rammerne for dispositioner til fordel for søsterselskaber, er udgangspunktet, at det må vurderes ud fra de almindelige selskabsretlige principper, om ledelsen lovligt kan foretage dispositionen. Dispositionen skal med andre ord være forsvarlig og i det pågældende selskabs interesse. Dertil kommer, at sikkerhedsstillelse til søsterselskaber, ifølge Engsig Sørensen, enten skal kompenseres ved et passende gebyr eller ved udsigten til andre fordele, der udspringer af koncernforholdet.²³²

Spørgsmålet om et koncernselskabs interesse i en pantsætning for et søsterselskab har været prøvet ved Sø- og Handelsretten, jf. den også tidligere anførte Kiwi-dom²³³. Kiwi Deposit Holdings A/S (*herefter benævnt Kiwi*) var et datterselskab af et newzealandsk moderselskab, der også ejede et andet dansk selskab, Dansk-Europæisk Finansiering ApS (*herefter benævnt DEF*). I 2010 blev der indgået en pantsætningsaftale mellem Kiwi og en Schweizisk bank, Heliting, til sikkerhed for en bankgaranti, som Heliting havde stillet for en anden bank, BSI. Bankgarantien var stillet for et lån, som BSI havde ydet DEF, og Kiwi havde således reelt stillet sikkerhed for et lån ydet til sit søsterselskab. Spørgsmålet i sagen, som var en fordringsprøvelsessag, var om pantsætningsaftalen var gyldig. Sø- og Handelsretten fortolkede generalklausulen i SL § 127 således, at der ved vurderingen af, om ledelsen i Kiwi havde varetaget selskabets interesse, skal tages udgangspunkt i dette selskabs egeninteresse, uanset at selskabet er en del af en koncern. Retten udtalte blandt andet at »Koncernforbindelsen mellem søsterselskaber må i udgangspunktet anses for at være svagere end koncernforbindelsen mellem et moder- og et datterselskab. Denne formodning er ikke blevet afkræftet i denne sag«. ²³⁴ Udsagnet viser, at retten skelner mellem dispositioner foretaget mellem datter- og moderselskaber, og dispositioner mellem søsterselskaber. I de tilfælde, hvor dispositionerne sker mellem søsterselskaber, skal der altså *mere* til, før dispositionerne anses for at være i selskabets interesse.

Der kan dog tænkes tilfælde, hvor en formodningsregel om, at jo svagere koncernforbindelsen er mellem selskaberne, jo mere skal der til for at sandsynliggøre egeninteressen, kan afkræftes.²³⁵ Er koncernen fx således organiseret²³⁶, at det ene datterselskab alene står for forskning og udvikling, mens det andet datterselskab er et produktions- og distributionsselskab, så foreligger der en så stærkt integreret koncernforbindelse, at selskabsinteressen og koncerninteressen i højere grad vil kunne anses for sammenfaldende. I

²³¹ Kure i U.2012B.139, s. 145.

²³² Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 282.

²³³ SH2015.P-52-14 afsagt 7. december 2015.

²³⁴ Dommen er behandlet af Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 259-262, og kortere refereret af Max Ibenfeldt i U.2017B. 192, s. 197 ff.

²³⁵ Kure i U.2012B.139, s. 145.

²³⁶ Se nærmere herom afsnit 3.4 vedr. koncernstruktur.

sådanne tilfælde vil en kaution eller sikkerhedsstillelse for et søsterselskab altså konkret kunne være indenfor selskabets egeninteresse.

Kiwi-dommen lægger også op til, at der ved vurderingen af, om sikkerhedsstillelse til fordel for et søsterselskab er i selskabets egeninteresse, kan tages hensyn til, om selskabet modtager en eller anden form for modydelse – en slags nettobetragtning. Sø- og Handelsretten udtalte således, at »Det er således ikke dokumenteret, at Kiwi fik nogen modydelse, fordel eller anden værdi for ydelsen af pantsikkerheden, hverken fra DEF, moderselskabet eller bankerne.« Når retten kræver det »dokumenteret«, at Kiwi får fordele eller anden værdi for ydelsen, tyder det på, at en mere fri og spekulativ vurdering af fordele og ulemper, må afvises.²³⁷ Dommen kan derfor synes at afvise en friere nettobetragtning. Dette understøttes af, at retten støtter sin konklusion på en fortolkning af SL § 127, hvilket lægger op til, at udgangspunktet for vurderingen af selskabsinteressens iagttagelse må foretages enkeltvist for disposition (idet bestemmelsen netop har sigte på enkelt dispositioner).²³⁸ Det bør bemærkes, at Sø- og Handelsretten med sin formulering ikke eksplicit afviser en nettobetragtning, men alene kræver, at når en tabsgivende disposition er konstateret, så må det være selskabet selv, som påviser andre fordele ved dispositionen, hvilket ikke var tilfældet i Kiwi-sagen.

Det er i forhold til Kiwi-dommen tilmed værd at bemærke, at der ingen minoritetsaktionærer var i Kiwi. Havde der været nogle sådan, ville det være nærliggende at anlægge det synspunkt, at det, der skader selskabet, skader minoriteten, hvorved der er tale om en overtrædelse af SL § 127. Imidlertid mener Sø- og Handelsretten altså, at selv i situationer, hvor ingen minoritet skades, kan selskabets interesse anses for tilsidesat. Derimod skete pantsætningen omkring det tidspunkt, hvor Kiwis egenkapital blev negativ, hvilket retten i sine præmisser tillægger betydning. Dommen kan derfor også tages til indtægt for det synspunkt, som også blev plæderet for i afsnit 2.3 om selskabsinteressen; at kreditorernes interesse er lig selskabsinteressen, når selskabet er/bliver insolvent ved dispositionen. I relation til kaution og sikkerhedsstillelse, må ledelsen altså være særligt påpasselig med at træffe dispositioner til fordel for søsterselskaber, når selskabet samtidig er eller bliver insolvent.²³⁹

5.3.3. Kaution og sikkerhedsstillelse for et moderselskabs forpligtelser

Det følger af SL § 211, at et dansk kapitalsselskab kan stille sikkerhed for danske og visse udenlandske moderselskabers²⁴⁰ forpligtelser. Bestemmelsen er en undtagelse til SL § 210, som alene tillader sikkerhedsstillelse på nærmere angivne vilkår. Det er i teorien overvejet, hvad SL § 211 reelt legitimerer, idet ordlyden kan tillægges forskellig rækkevidde. Bestemmelsen har følgende ordlyd (egen fremhævelse):

§ 211. 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. [Udeladt].

Det er ikke i strid med ordlyden at hævde den ekstrem, at bestemmelsen legitimerer *alt* sikkerhedsstillelse til moderselskabet, uanset omstændighederne og vilkårene, og således også uanset om sikkerhedsstillelsen

²³⁷ Engsig Sørensen i U.2017B.29, s. 32.

²³⁸ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 261, jf. også behandlingen af samme forfatters synspunkter i afsnit 4.4.3.

²³⁹ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 262.

²⁴⁰ Ifølge § 211 stk. 2 er det Erhvervsstyrelsen, der fastsætter nærmere regler om, hvilke udenlandske moderselskaber, der er omfattet af stk. 1.

nødvendigvis er i datterselskabets egen interesse.²⁴¹ Alternativt – og i teorien anset som mest korrekt – kan der anlægges den fortolkning, at SL § 211 alene skal læses som en undtagelse fra forbuddet i § 210, sådan at det tillige må vurderes om kautionen eller sikkerhedsstillelsen er i datterselskabets interesse og forsvarligt stillet²⁴², jf. straks nedenfor om teoriens forskellige bud på en retsstilling.

Mens kravet om forsvarlighed synes indiskutabelt, er det mere usikkert, om datterselskabet tillige skal sikre, at dispositionen er i selskabets egen interesse, ligesom det er usikkert, hvornår dette rent faktisk anses at være tilfældet. Det er med andre ord uafklaret, om § 211 indeholder et interessekriterie, og der synes at være forskellige holdninger i teorien hertil. Nogle forfattere anfører, at hvis lånet er forsvarligt, er der ingen yderligere pligt til at sikre, at lånet også er i datterselskabets egen interesse.²⁴³ På linje hermed indtager Neville det standpunkt, at bestemmelsen tillader »lån« fra et datterselskab til et moderselskab, som nok er i koncernens interesse, men hvor lånet ikke kan siges at udgøre en direkte driftsmæssig fordel for datterselskabet.²⁴⁴ Det skal til denne udlægning af § 211 forudsættes, at Neville har samme opfattelse for så vidt angår kaution og sikkerhedsstillelse, hvilket ikke synes problematisk. Neville forholder sig ikke direkte til, hvorvidt lån, kaution og sikkerhedsstillelse kan ydes, hvis dispositionen ligefrem udgør en ulempe for datterselskabet, men ifølge Kure må hendes synspunkter forudsætningsvist læses således, at dette er tilfældet.²⁴⁵

Andre forfattere fastholder, at det er et krav, at kautionen/sikkerhedsstillelsen *også* er i datterselskabets interesse. Blandt andre Kure tilslutter sig denne opfattelse, og støtter den blandt andet på det argument, at hensynet til datterselskabets kreditorer tilsiger, at ledelsen i datterselskabet agerer i dettes interesse, og ikke moderselskabets.²⁴⁶ Også Engsig Sørensen fastholder et krav om iagttagelse af selskabsinteressen, idet han ikke ser holdepunkter for, at § 211 kan læses som mere end en undtagelse fra de særlige krav i § 210, og derfor overfører de almindelige betingelser om selskabsinteresse til bestemmelsen i § 211.²⁴⁷

Bestemmelsen i § 211 regulerer ikke spørgsmålet om, hvornår kaution og sikkerhedsstillelse er i datterselskabets interesse. Det må derfor kræves, at datterselskabet kan godtgøre en selvstændig interesse i at kautionere/stille sikkerhed, hvilket fx kunne tænkes at være en dokumentation af, at moderselskabet ofte er en god kilde til finansiering.²⁴⁸

5.4. Sammenfatning

Et koncernselskab kan ikke tøjlesløst kautionere eller stille sikkerhed for sit moder-, datter- eller søsterselskab. For det første må ledelsen i det disponerende selskab iagttage et af selskabsloven udledt forsvarlighedskrav, som indebærer, at ledelsen ikke kan kautionere eller stille sikkerhed, som ikke harmonerer med selskabets økonomiske position i øvrigt. Derudover må selskabet have en selvstændig egeninteresse i dispositioner, som ellers tilgodeser koncerninteressen, hvilket Kiwi-dommen understreger. Overordnet

²⁴¹ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 278 og Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 447 f.

²⁴² Denne fortolkning tilslutter blandt andre Engsig Sørensen og Kure sig, jf. hhv. Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 278 og Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 448.

²⁴³ Se Krüger Andersen: Dansk koncernret, s. 599-600 og Sofsrud: Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1. udg., s. 263 samt Friis Hansen m.fl.: Dansk selskabsret 2, 5. udg., s. 440.

²⁴⁴ Neville: Aktionærlån, i Langsted (red.): Selskabers kapital, 1. udg., s. 71. Se også Kures gennemgang af de forskellige holdninger i U.2012B.139, s. 143.

²⁴⁵ Kure i U.2012B.139, s. 143.

²⁴⁶ Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 448.

²⁴⁷ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 280.

²⁴⁸ Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 448.

set må koncernforbindelsens styrke i øvrigt have for øje, da dispositioner for et søsterselskab sjældent vil indebære samme grad af egeninteresse, som en disposition for et datterselskab typisk vil. Koncerninterne sikkerhedsstillelser må dog i det hele taget kræve generel omhu fra selskabsledelsen, men særligt for moderselskaber gælder der en formodning for, at koncerninteressen er sammenfaldende med selskabsinteressen.

Koncernforbindelsen kan berettige til en bredere vurdering af selskabets interesse i at stille sikkerhed, eksempelvis hvor der er udsigt til, at ulempen ved at stille sikkerheden kompenseres af en fordel på et senere tidspunkt. Denne fordel skal dog formentlig kunne dokumenteres, jf. Kiwi-dommen. Samlet set må ledelsen, i sin vurdering af, om kaution og sikkerhedsstillelse er i selskabets interesse, foretage en helhedsbedømmelse af den pågældende disposition; det må sikres, at der består en vis balance mellem fordele og ulemper, og at forsvarligheds-kriteriet er varetaget.

6. Cash pool-ordninger

6.1. Indledende

Fordi et selskab er en selvstændig juridisk enhed, optræder det også selvstændigt overfor banken og har derfor normalt egne bankkonti. Nogle koncernselskaber kan have behov for at optage lån, hvilket kræver betaling af kreditrenter, mens andre kan have overskudslikviditet, hvilket kan kræve betaling af negativ indlånsrente. Ud fra en koncernmæssig betragtning er det uhensigtsmæssigt, at ét selskab betaler udlånsrenter, mens et andet selskab betaler indlånsrenter for sin overskudslikviditet. Overskudslikviditeten kan udnyttes ved at etablere en cash pool-ordning.²⁴⁹

Som finansielle fordele ved en cash pool-ordning kan nævnes synergieffekter i form af færre renteudgifter, højere renteindtægter, besparelse i finansieringsomkostninger til låneoptagelse, bedre overblik over koncernens samlede likviditet, mulighed for udjævning af likviditeten i tilfælde af et svingende kapitalbehov og færre omkostninger ved interne overførsler imellem koncernselskaberne.²⁵⁰ Det er således tydeligt, hvorfor en cash pool-ordning er i koncernens interesse. Ordningen er dog ikke nødvendigvis i det enkelte koncernselskabs egen interesse, idet et selskab med overskudslikviditet selv kunne have udnyttet denne i stedet for at »dele« med koncernen. Netop denne sondring mellem koncernens og selskabets interesse i en cash pool-ordning er interessant, fordi der er tale om en problemstilling, som ofte forekommer i praksis.

I dette afsnit undersøges, om et selskab kan have en selvstændig egeninteresse i ordningen, som opvejer den eventuelle ulempe, der vil kunne forekomme ved deltagelsen.

6.2. Reguleringen af cash pool-ordninger

6.2.1. Lovregulering

Cash pool-ordninger er meget forskellige og varierer alt efter koncernens behov, de involverede lande og de med pengeinstitutterne aftalte vilkår. De forskellige typer af cash pool-ordninger har varierende funktioner, blandt andet »notional cash pooling«, hvor en samlet rente beregnes ud fra alle koncernkontiene, og »zero-balancing«, hvor alt overskudslikviditet overføres til fx moderselskabet.²⁵¹ Cash pool-ordninger er som udgangspunkt omfattet af de almindelige selskabsretlige krav, som skal iagttages af de deltagende

²⁴⁹ Ibid., s. 402.

²⁵⁰ Krüger Andersen: Dansk koncernret, 1. udg., s. 230 f. og Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 558.

²⁵¹ Steffensen m.fl.: Transaktioner i selskaber, 1. udg., s. 351.

selskaber.²⁵² Ved udarbejdelsen af den nugældende selskabslov blev det af Moderniseringsudvalget drøftet, om der burde gælde nogle særlige regler for cash pool-ordninger. Konklusionen var, at cash pool-ordningerne er meget forskellige; både i funktion, udformning og risiko, hvorfor det er uhensigtsmæssigt at foretage en særlig regulering. Derfor henvises til de almindelige selskabsretlige regler, Erhvervsstyrelsens praksis og retningslinjer på området i øvrigt.²⁵³

En cash pool-ordning er udtryk for en låneordning mellem de involverede selskaber, hvorfor ordningen skal overholde reglerne om aktionærlån i SL §§ 210-212.²⁵⁴ Når en kapitalejer deltager i cash pool-ordningen, hvilket typisk vil være tilfældet, idet kontohaver ofte er et moderselskab, vil cash pool-ordningen være omfattet af forbuddet mod aktionærlån, jf. SL § 210, idet et datterselskab »låner« penge til moderselskabet via ordningen. Et kapitalselskab må efter reglen ikke direkte eller indirekte yde lån til sine kapitalejere (modsat søsterselskaber²⁵⁵). Der gælder imidlertid to undtagelser til forbuddet mod aktionærlån, som muliggør cash pool-ordninger i koncerner. Den første er SL § 211 om lovlige koncernlån.²⁵⁶ Er det kontohavende moderselskab omfattet af denne undtagelse, hvilket moderselskaber i Danmark og EU er²⁵⁷ ²⁵⁸, vil cash pool-ordningen være undtaget fra forbuddet mod aktionærlån, og dermed lovlig.²⁵⁹ Den anden undtagelse findes i SL § 212. Hvis betingelserne for et lovligt aktionærlån ikke er opfyldte, jf. SL § 210, stk. 2, og cash pool-ordningen ikke er lovlig efter SL § 211,²⁶⁰ følger det af Erhvervsstyrelsens praksis, at cash pool-ordninger i en koncern er lovlige, såfremt de udgør en sædvanlig forretningsmæssig disposition, jf. undtagelsen i SL § 212.²⁶¹

6.2.2. Erhvervsstyrelsens praksis

Ifølge Erhvervsstyrelsen skal cash pool-ordningers lovlighed iht. SL § 212 om sædvanlige forretningsmæssige dispositioner (fsva. selskaber i cash pool-ordningen, der ikke opfylder betingelserne i § 211) vurderes ud fra følgende fire kriterier:

- 1) Cash pool-ordningen skal være almindelig indenfor såvel koncernen som branchen.
- 2) Selskabets deltagelse i cash pool-ordningen indebærer fordele for selskabet, der overstiger den risiko, som selskabet påføres ved at deltage i ordningen, dvs. at der er tale om en forretningsmæssigt begrundet disposition.
- 3) Selskabets deltagelse i cash pool-ordningen betragtes i det konkrete tilfælde som en forsvarlig disposition.

²⁵² Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 404.

²⁵³ Betænkning; 2008 nr. 1498: Modernisering af selskabsretten, s. 509 ff.

²⁵⁴ Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 406, Bang Sørensen i NTS 2004:4, s. 453 og Jacobsen og Schmidt i NS 2002:4, s. 455.

²⁵⁵ Bang anfører i RR 2.2017.43, s. 1, at der ikke gælder noget forbud mod økonomisk bistand til søsterselskaber. Dog begrænses en sådan bistand af de almindelige selskabsretlige krav om, at transaktionen er i selskabets interesse, at den er økonomisk forsvarlig, og at der ikke er tale om omgåelse af forbuddet mod kapitalejerlån.

²⁵⁶ Se uddybende om SL § 211 i afsnit 5.3.3 vedrørende kaution og sikkerhed for et moderselskabs forpligtelser.

²⁵⁷ Dette følger af bekendtgørelse 2020-01-30 nr. 85 om lån m.v. til udenlandske moderselskaber.

²⁵⁸ Ifølge Steffensen m.fl.: Transaktioner i selskaber, 1. udg., s. 352, er de typiske sager, som ikke er omfattet af reglen om moderselskabslån (koncernlån), internationale sager, hvor moderselskabet har hovedsæde i USA.

²⁵⁹ Steffensen: Transaktioner i selskaber, 1. udg., s. 352. Det fremgår ligeledes, at det er sjældent, at problemstillingen opstår, da det kun er tilfældet, når moderselskaber uden for kredsen af lovlige lande deltager i ordningen, eller når selve virksomhedsformen ikke er omfattet af SL § 211.

²⁶⁰ Kruhl m.fl. i RR.2011.07.0030, s. 5.

²⁶¹ Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 406.

4) Det er ikke formålet med cash pool-ordningen at omgå reglerne for aktionærlån, og der sker ikke en ensidig kontantstrøm til aktionæren.²⁶²

Opfyldes kriterierne, er cash pool-ordningen ifølge Erhvervsstyrelsen omfattet af sædvanlige forretningsmæssige dispositioner i SL § 212. Erhvervsstyrelsens praksis er en generel praksis, der omfatter alle koncernselskaber, uanset om de er danske eller udenlandske.

Selvom det er forholdsvist enkelt at gennemskue fordelene for koncernen – og dermed koncernens interesse – i en cash pool-ordning, nødvendiggør navnlig 2. og 3. kriterie en stillingtagen til, om selskabets interesse også varetages ved deltagelsen. Dette analyseres i det følgende, men først redegøres kort for de forskellige typer af cash pool-ordninger.

6.3. Forskellige typer af cash pool-ordninger

I praksis findes der mange forskellige typer af cash pool-ordninger. Det nærmere indhold af den enkelte ordning fastlægges på grundlag af en aftale mellem de involverede koncernselskaber og banken, hvorefter de bliver skræddersyet efter koncernens behov.²⁶³ Ordningerne etableres enten i en bank, eller i et koncernselskab, som fungerer som koncernens »bank«²⁶⁴. Typen af ordning har indflydelse på den interesse som hhv. koncernen og det enkelte koncernselskab har i ordningen, jf. nærmere i afsnit 4.4, hvorfor tre overordnede typer skal præsenteres.

Den første type karakteriseres ved, at koncernen har én enkelt fælles bankkonto, »*single legal account*«. Kontoen vil typisk stå i moderselskabets navn, men selskaber i koncernen er berettigede ved fuldmagt til at hæve og indsætte beløb på kontoen.²⁶⁵ Selskabernes andel af hhv. indestående og overtræk registreres i selskabets regnskaber eller af banken på mellemregningskonti, og derved sikres, at det kun er bankens nettotilgodehavende hos koncernen, som forrentes. Det sikres ligeledes, at selskaber med underskudslikviditet reelt *låner* af selskaber med overskudslikviditet – det registreres blot i regnskaberne. Modellen giver stor fleksibilitet for det enkelte koncernselskab til at kunne hæve og indsætte likviditet, og koncernens bankarrangementer overskueliggøres, når disse er centraliseret. For grænseoverskridende koncerner vil det imidlertid ofte være upraktisk, at koncernselskaberne ikke har en konto i deres respektive hjemland.²⁶⁶

Den anden type er karakteriseret ved at være en *uegentlig* cash pool-ordning, »*notional cash pooling*«, der baserer sig på en rentekompensationsmodel.²⁶⁷ Ved denne ordning sker der ingen faktisk overførsel af midler mellem selskabernes konti, men koncernen og banken indgår i stedet en aftale om, at banken skal betragte alle koncernselskabernes konti som én konto, når der foretages renteberegning. Formålet er således nettoforrentning af koncernselskabernes indestående, og metoden er ikke likviditetsstyrende. Det er en fordel, at der sker en renteoptimering, ligesom det er en fordel, at der for det enkelte selskab er en lavere risiko, eftersom der ingen midler overføres.

²⁶² De fire kriterier er formuleret her: Bunch m.fl.: Selskabslovens med kommentarer, 3. udg., s. 953.

²⁶³ Bang i NTS 2004:4, s. 453.

²⁶⁴ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 284.

²⁶⁵ Ibid., s. 284.

²⁶⁶ Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 403.

²⁶⁷ Bang i NTS 2004:4, s. 453.

Den tredje type er karakteriseret ved faktisk likviditetsudligning, »*egentlig cash pooling*«. Koncernselskaberne overfører dagligt, eller efter et andet selvvalgt interval, eventuelle positive indeståender på deres egne konti til en koncernkonto (topkonto), som er åbnet i moderselskabets eller koncernens eget finansieringsskabs navn, hvorefter rentetilskrivningen sker på denne konto. Det enkelte selskabs balance registreres af bogholderiet og eventuelt af banken, så det enkelte koncernselskabs andel er kendt. Kontoindehaveren råder over al fri likviditet og styrer udlån til de selskaber, der har brug for likviditet. Formålet er således både likviditetsstyring og nettoforrentning. Når ét selskab styrer udlån er der ikke fri adgang for alle selskaber til at hæve likviditet, hvilket giver bedre kontrol over likviditeten og færre risici.²⁶⁸ Omvendt er det indgribende, at selskabet ikke selv har adgang til midler, som selskabet selv har indbetalt.

6.4. Selskabets interesse i en cash pool-ordning

Et koncernselskab kan formentlig kun deltage i en cash pool-ordning, hvis det indebærer en konkret fordel, der kan kompensere for den eventuelle ulempe, der kan vise sig ved, at være med i ordningen, hvorfor deltagelsen ikke udelukkende må være i koncernens interesse, jf. afsnit 4.4.4 om nettosynspunktet. Det forekommer på denne baggrund nærliggende at stille spørgsmålet: I hvilket omfang skal der vise sig fordele ved deltagelse i en cash pool-ordning, før det er i selskabets interesse?

Er en cash pool-ordning i overensstemmelse med SL § 212 om sædvanlige forretningsmæssige dispositioner, synes deltagelsen i et vist omfang at være i selskabets interesse. Dette skyldes, at Erhvervsstyrelsens praksis tilsiger, at der skal være flere fordele end risici ved deltagelse i ordningen, og deltagelsen skal anses som en forsvarlig disposition. Dette er udtryk for, at ledelsen i koncernselskabet skal iagttage sine selskabsretlige pligter, hvilket som bekendt indebærer varetagelse af selskabsinteressen.²⁶⁹

Selskabet kan have en direkte eller mere indirekte interesse i cash pool-ordningen, og interessen afhænger ligeledes af, hvilken type virksomhed der deltager i ordningen. Er virksomheden national eller international? Er virksomheden sæsonpræget? Er virksomheden stor eller lille i forhold til de øvrige selskaber i koncernen?²⁷⁰ Til illustration har et sæsonpræget koncernselskab (eks. salg af juletræer), behov for likviditet i den store del af året, hvor der sælges meget få juletræer. I den situation synes interessen for selskabet i at deltage i en cash pool-ordning indlysende, idet likviditet fra koncernkontoen formodes at være billigere end ved eksempelvis en rentebærende kassekredit. I perioder med mindre likviditet kan trækingsretten til koncernkontoen således udnyttes, og koncernselskabet opnår balance i behovet for likviditet igennem hele året. Interessen i en cash pool-ordning begrundet i trækingsretten er modsætningsvist mindre for et selskab, der altid har overskudslikviditet. Hvis et koncernselskab står for den fulde kontantstrøm til koncernkontoen, men aldrig benytter trækingsretten, så indebærer ordningen i udgangspunktet ingen fordele for koncernselskabet. Det må derfor sikres, at ordningen udgør en fornuftig måde at anbringe overskudslikviditeten på, og at ordningen kan kaste andre fordele af sig.²⁷¹

I forhold til trækingsretten har det betydning, hvorvidt der er adgang til at trække *mere* end den andel det enkelte koncernselskab selv har overført til koncernkontoen, dvs. trække mere end selskabets aktuelle balance i ordningen. Hvis der ikke foreligger denne *udvidede* trækingsret låner selskabet reelt fra sig selv

²⁶⁸ Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 403 f.

²⁶⁹ Ibid., s. 407.

²⁷⁰ Bang i RR 2.2017.43, s. 6 og Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 255.

²⁷¹ Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 408.

og kunne nå resultat ved ikke at deltage i ordningen. Der skal således som udgangspunkt være en udvidet trækingsret, før det er i selskabets interesse at deltage i ordningen.²⁷²

Det enkelte koncernselskab har en forretningsmæssig interesse i, at den samlede koncern har en fornuftig og hensigtsmæssig likviditetsstyring, der medvirker til at forbedre den samlede indtjening og økonomiske styrke for koncernen, hvilket kan kaste andre koncernfordele af sig.²⁷³ En cash pool-ordning kan bidrage til en sådan økonomisk styrke, og der kan således argumenteres for, at en beslutning om at deltage i ordningen kan indeholde mere langsigtede fordele, når det enkelte koncernselskabs interesse skal vurderes.

I 2002 oplyste den daværende Erhvervs- og selskabsstyrelse i en analyse med henblik på et forslag til en ny regulering af lån til moderselskaber en række eksempler på fordele, som er i koncernselskabernes interesse, og som bør tilfalde de enkelte selskaber ved deltagelse i ordningen: Større knowhow, større netværk på blandt andet kunde- og leverandørsiden, billige indkøbsmuligheder og besparelser på lager- og distributionsomkostninger.²⁷⁴ Fordelene behøves således ikke at være direkte økonomiske, idet andre (indirekte) fordele ved ordningen ligeledes kan begrunde, at deltagelse er i selskabets interesse.²⁷⁵ Koncernselskaberne bør skele til de oplyste fordele med henblik på at vurdere, om selskabsinteressen iagttages ved deltagelse i cash pool-ordninger.

Indirekte fordele og ulemper, som udspringer af koncernforbindelsen, er typisk vanskelige at måle og identificere, og de kræver ofte en vurdering og afvejning over en længere periode, før det med en vis sikkerhed kan fastslås, om det har været en fordel eller ulempe i relation til selskabets interesse. Som det tidligere er konstateret, herunder i afsnit 5.4, så giver koncernforbindelsen adgang til en bredere interessevurdering. Konkret kan dette betyde at vurderingen af, om et koncernselskab i tilstrækkelig grad tilgodeser sin egeninteresse ved deltagelse i en cash-pool, bliver mere lempelig. Som udslag heraf kan tænkes, at det ikke kræves, at der nødvendigvis er udsigt til en åbenbar fordel her og nu, hvis blot der er konkret udsigt til at fordelene viser sig senere. Dog må ordningen ikke udelukkende være i koncernens interesse²⁷⁶, jf. diskussionen i afsnit 4.4.3 om koncerninteressens legitimitet.

I overvejelserne om, hvorvidt deltagelsen er i selskabets interesse, skal endvidere inddrages et eventuelt hæftelsesforhold. I forbindelse med en egentlig cash pool-ordning hæfter alle selskaber typisk solidarisk for bankens nettotilgodehavende²⁷⁷, hvilket reelt er en kaution for de øvrige selskabers forpligtelser. Når et koncernselskab påtager sig store risici, synes ordningen ikke nødvendigvis at være i selskabets egeninteresse. Risikoen ved kautionen bør således opvejes af betydelige fordele, før cash pool-ordningen er i selskabets interesse, jf. ovenfor i afsnit 4.4.4 om nettosynspunktet.²⁷⁸ Hvis ordningen rummer urimelige risici eller diskriminerer selskabet i forhold til andre selskaber i koncernen, er det oplagt ikke i selskabets interesse, og der kan næppe tænkes at være fordele, som opvejer for dette.²⁷⁹

²⁷² Ibid., s. 409.

²⁷³ Bang i RR 2.2017.43, s. 6.

²⁷⁴ Erhvervs- og selskabsstyrelsen: Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber, s. 81.

²⁷⁵ Erhvervs- og selskabsstyrelsen: Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber, s. 81 og Bang i RR 2.2017.43, s. 6.

²⁷⁶ Ikke alle er enige i dette udsagn. Jacobsen og Schmidt anfører i NTS 2002:4, s. 460, at det er nødvendigt, at koncernens interesse varetages, hvis cash pool-ordningen skal fungere optimalt.

²⁷⁷ Dette er grundlag for aftalemæssig regulering.

²⁷⁸ Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 408.

²⁷⁹ Schans Christensen: Kapitalselskaber, 5. udg., s. 429.

Hvis der ikke kan foretages udbytte og kapitalnedsættelse i et selskab, er udlån via en cash pool-ordning en oplagt måde at få likviditet ud af selskabet på. Ved en cash pool forlader pengene ikke definitivt selskabet, idet tilgodehavende tilskrives selskabets balance, så der er mulighed for at få likviditeten retur, når den skal bruges (i hvert fald ved brug af *single legal account*). Samtidig skal der ikke betales eventuelle indlånsrenter af likviditeten. Det er således mere fleksibelt og tilgængeligt end at foretage udbytte og kapitalnedsættelse.

I relation til en uegentlig cash pool-ordning kan det anføres, at denne type har meget begrænset betydning i forhold til vurderingen af selskabets interesse i ordningen, eftersom selskabet alene accepterer, at indeståendet på selskabets konti medregnes ved koncernens renteberegning. Ordningen er med andre ord ikke særligt indgribende, men kan dog konkret have betydning for selskabets renteindtægter- og udgifter.²⁸⁰ Generelt må det antages, at dokumentationsomfanget er mindre for, at en *uegentlig* cash pool-ordning er en fordel for selskabet og dermed i selskabets interesse, end det er ved en *egentlig* cash pool-ordning, som er mere indgribende for selskabet og indebærer større risiko.

6.5. Forsvarlighedskravet og selskabets interesse

Forsvarlighedskravet, jf. SL §§ 115-118 og nærmere afsnit 5.2, indebærer en pligt for selskabet til at sikre, at det er forsvarligt under hensyn til kapitalberedskabet at deltage i cash pool-ordningen.²⁸¹ Dette indebærer, at der skal ske en vurdering af sædvanlige forhold, herunder kreditvurdering af andre koncernselskaber, koncernens samlede likviditet og den generelle risiko ved deltagelsen. Herefter skal ledelsen løbende vurdere forsvarligheden ved fx at gennemgå kvartalsregnskaber, halvårsregnskaber eller blot årsregnskaber for den samlede koncern. Hvis det på et tidspunkt vurderes, at det ikke længere er forsvarligt at indgå i cash pool-ordningen, bør ledelsen forsøge at få selskabet ud af ordningen igen.²⁸² I en situation hvor koncernen er tæt på insolvens, er muligheden for at komme ud af ordningen begrænset til, at der ikke overføres mere likviditet til den fælles konto – man må ikke »hive tæppet væk« under resten af koncernen.²⁸³

Forsvarlighedsvurderingen kan indebære iagttagelse af hhv. selskabsinteressen og koncerninteressen. Hvor det enkelte koncernselskab påtager sig risikoen ved at deltage i en ordning, hvor koncernen er tæt på insolvens, synes koncernens interesse i høj grad varetaget. Omvendt varetages selskabsinteressen som udgangspunkt, hvis det vurderes at det ikke er forsvarligt at deltage i ordningen. Ledelsen er forpligtet til at finde den rigtige balance under hensyn til både selskabets og koncernens interesser.

Deltagelse i en *uegentlig* cash pool-ordning vil sjældent være uforsvarlig, eftersom der ikke overføres midler eller påtages øvrige forpligtelser. Konkret kan det dog være uforsvarligt at give afkald på forrentning af koncernselskabets positive indestående til fordel for en samlet renteberegning. Ved deltagelse i *egentlige* cash pools bør der tages udgangspunkt i kontohavers, eventuelt de medhæftendes, soliditet, idet kravet på tilbagebetaling i tilfælde af konkurs alene er et simpelt krav. Det er risikoen ved ikke at få de overførte midler tilbage, som ledelsen skal vurdere. Ved *single legal account*-modellen kan det ikke kontrolleres, hvem der hæver selskabernes likviditet, og ledelsen må derfor overveje, om dette kan siges at være betryggende formueforvaltning.²⁸⁴

²⁸⁰ Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 408

²⁸¹ Ibid., s. 409

²⁸² Bang i NTS 2004:4, s. 455

²⁸³ Bang i RR 2.2017.43, s. 7

²⁸⁴ Kure: Finansieringsret, 2. udg., s. 409 f.

Forsvarlighedskravet fordrer således, at ledelsen vurderer, at deltagelse i cash pool-ordningen er forsvarlig under hensyn til koncernselskabets økonomi og de risici, som ordningen er forbundet med.

6.6. Sammenfattende

En cash pool-ordning vil i høj grad være i koncernens interesse, idet den ofte giver grundlag for en række klare finansielle fordele. Det enkelte koncernselskab skal i højere grad overveje fordele og vurdere risici ved at deltage i ordningen, eftersom interessen i cash pool-ordningen konkret kan virke mindre oplagt henset til det enkelte selskabs aktuelle position rent økonomisk og/eller henset til de øvrige koncernselskabers økonomiske tilstand. Dog forekommer der ikke tvivl om, at interessen i en cash pool-ordning sagtens kan foreligge. Sammenfattende må det antages, at det enkelte koncernselskab kan deltage i ordningen, såfremt ledelsen vurderer, at der er udsigt til konkrete direkte eller indirekte fordele, som kan opveje for de eventuelle risici, som ordningen medfører. Det er en i praksis meget relevant og vanskelig vurdering, som kan give anledning til store udfordringer,²⁸⁵ men ikke desto mindre er vurderingen nødvendig.

Tredje afsnit: Udenlandske retskilder og mulige løsninger

7. Udenlandske retskilder

7.1. Indledende

I de forrige afsnit er det adskillige gange påpeget, at nugældende dansk ret ikke indeholder nogen regulering af, om ledelsen i et kapitalselskab har adgang til at varetage koncerninteressen på bekostning af selskabets egeninteresse. Den manglende regulering skaber unægteligt et dilemma for dels den selskabsledelse, som modtager en instruks om at tilsidesætte sin egen interesse til fordel for koncerninteressen, men også den selskabsledelse, som egenhændigt vælger at prioritere koncerninteressen over egeninteressen. Der kan i yderste tilfælde blive tale om ledelsesansvar og/eller omstødelse (hvis selskabet efterfølgende er gået konkurs). Der kan således argumenteres for, at der i dansk ret savnes klare rammer for, hvordan varetagelse af koncerninteressen ctr. selskabsinteressen må håndteres og efterfølgende bedømmes.

Der tages afsæt i tysk »Konzernrecht«, da der i Tyskland, i modsætning til Danmark, er foretaget en væsentlig større lovregulering. Gennemgangen af tysk ret efterfølges af den såkaldte Rozenblum-doktrin, som er opstået i fransk retspraksis, men som har et indhold, der muligvis kan overføres helt eller delvist til dansk ret. På EU-plan er der også gjort anskrift til at regulere koncernretten, men dette har ikke (endnu) udmundet sig i nogen vedtagelse. Denne mulige fremtidige EU-harmonisering inddrages også, da den giver et praj om, hvor retstilstanden umiddelbart bevæger sig hen på multilateralt niveau. Afslutningsvist gør forfatterne til afhandlingen sig nogle »indenlandske« overvejelser om, hvordan dilemmaet om muligt kan imødekommes, herunder ved en regulering af nettobetragtningen, vedtægtsmæssig regulering eller ved en ejerftale.

²⁸⁵ Se hertil diskussionen i afsnit 4.4.5 om nettobetragtningens udfordringer i praksis. Det er her omtalt, at det kan være meget vanskeligt at vurdere effekten af enkeltdispositioner.

7.2. Analyse af den kodificerede koncernret: Tysk ret²⁸⁶

7.2.1. Indledende om den tyske »Konzernrecht«

Tyskland har som et af de eneste lande en kodificeret koncernret.²⁸⁷ Den tyske koncernret illustrerer, hvordan der kan opstilles retningslinjer for reguleringen af koncerner, og hvordan de problemer, som koordineringen af selskaber i koncernform unægtelig medfører, kan løses. Reguleringen udgør en lovgivningsmæssig ramme for koncerners etablering og funktion, og indeholder samtidig en beskyttelse af minoritetsaktionærer²⁸⁸ og kreditorer i datterselskaberne. Formålet har været at etablere en konfliktløsningsmodel, da lovgivningsmagten har anset det for uundgåeligt, at der opstår konflikter mellem interessenterne i en koncern, som derfor skal forebygges.²⁸⁹

I det følgende fokuseres der på reguleringen for selskaber af aktieselskabstypen, *Aktiengesellschaft*, da denne type illustrerer den reguleringsmæssige tilgang bedst.²⁹⁰ Der sondres i tysk koncernret mellem hhv. faktiske koncerner, hvor reglerne findes i den tyske Aktienetz (*herefter benævnt AktG*) §§ 311 – 318, og aftalekoncerner, som reguleres af AktG §§ 291 – 310. Der foretages en analyse af begge typer koncerner med henblik på at undersøge, hvordan dilemmaet om varetagelse af koncerninteressen på bekostning af selskabets egen interesse kan imødekommes i dansk ret.

7.2.2. Aftalekoncerner: Beherskelsesaftale – »Beherrschungsvertrag«

Grundlaget for en aftalekoncern er en beherskelsesaftale efter AktG § 291, som indebærer, at et aktieselskab overlader ledelsen til et andet selskab.²⁹¹ Er en sådan aftale indgået, foreligger der lovhjemmel for et selskab til at underlægge sig et andet selskabs instruktionsbeføjelse efter AktG § 308, hvilket kan indebære en tilsidesættelse af det instruktionsunderlagte selskabs egen interesse.^{292 293} Dette modsvarer af en beskyttelse af datterselskabets minoritetsaktionærer og kreditorer.²⁹⁴

7.2.2.1. Moderselskabets ledelsesret efter AktG § 308 – »Leitungsmacht«

Moderselskabet besidder en instruktionsbeføjelse overfor datterselskabets direktion, såfremt der er indgået en beherskelsesaftale mellem moder- og datterselskabet efter AktG § 308. En sådan aftale bruges typisk til at legitimere, at der kan gribes ind i driften af datterselskabet.²⁹⁵ Dermed er datterselskabet underlagt moderselskabets ledelse, og instrukserne skal følges, eftersom de er retligt bindende²⁹⁶ for datterselskabets ledelse.²⁹⁷ Rammerne for moderselskabets instruktionsbeføjelse følger af den kompetence, som

²⁸⁶ Alle omtalte bestemmelser i den tyske Aktiengesetz findes her: <https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/>. Denne er senest besøgt den 27. maj 2021. Den engelske version findes her: https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/index.html.

²⁸⁷ Det fremgår af Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 182, at den tyske koncernret har været forbillede for reguleringen i en række andre lande, bl.a. Portugal, Slovenien og Kroatien.

²⁸⁸ Dvs. aktionærer, der ikke er modervirksomheden, ikke er koncernforbundet og ikke direkte eller indirekte drager fordel af koncernaftalen.

²⁸⁹ Dorresteijn: European Corporate Law, 3. udg., s. 333.

²⁹⁰ De fleste af reglerne finder analogt anvendelse på GmbH-selskaber, men eftersom det ikke omfatter alle reglerne er det alene AktG-selskabstypen, der omtales. Se hertil Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 140.

²⁹¹ Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 142.

²⁹² Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 182.

²⁹³ Moderselskabet forudsættes i det følgende at være den instruksgivende part, mens datterselskabet er den instruksunderlagte part.

²⁹⁴ Cahn m.fl.: Comparative Corporate Law, 2. udg., s. 837.

²⁹⁵ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 182.

²⁹⁶ En snæver undtagelse hertil følger af AktG § 308, stk. 2, hvorefter en instruks kan nægtes efterkommet, såfremt instruksen åbenbart er i strid med koncernens interesse.

²⁹⁷ Se bl.a. Dorresteijn m.fl.: European Corporate law, 3. udg., s. 333.

datterselskabets direktion har. Direktionen fortsætter som direktion, men efter aftalens indgåelse er det moderselskabet, der er overladt den endelige beslutningskompetence. Det er kun datterselskabets direktion, som er underlagt instruktion; bestyrelsen og generalforsamlingen fortsætter desuagtet, ligesom der ikke kan gives instrukser til datterselskabets medarbejdere.²⁹⁸

Begrebet *instruks* fortolkes bredest muligt, og antages at omfatte alle former for viljeserklæring, hvorefter moderselskabet søger at udøve indflydelse.²⁹⁹ Til illustration kan nævnes instrukser, som pålægger datterselskabet at levere på rabat eller videregive værdifulde informationer.³⁰⁰ Pointen er, at instruktionsbeføjelsen typisk bruges til at gribe ind i driften af datterselskabet, og ledelsen i datterselskabet kan ansvarsfrit følge instrukserne.³⁰¹ Formålet med den brede fortolkning af »instruks« er at hindre omgåelse af AktG § 308, idet en bred fortolkning »omfavner« de fleste situationer, hvor moderselskabet udøver indflydelse.³⁰²

AktG § 308 legitimerer alene koncernledelse i form af en instruktionsbeføjelse, og regulerer således ikke adgangen til koncernledelse på anden vis. Der synes således at være adgang til at udøve koncernledelse overfor datterselskabet på en mindre formel måde, som i praksis ofte vil udmønte sig i uformelle anmodninger eller henvendelser til datterselskabets direktion, og ikke sjældent vil der forekomme personsammenfald i de ledende organer i hhv. moder- og datterselskab, hvor formelle instrukser altså sjældent forekommer.³⁰³

7.2.2.2. Varetagelse af koncerninteresser – AktG § 308, stk. 1, 2. pkt.

I forhold til varetagelse af koncerninteressen er AktG § 308, stk. 1, 2. pkt. den centrale bestemmelse. Kernen i bestemmelsen er, at et moderselskab kan give instrukser til et datterselskab i koncernens eller i et koncernforbundet selskabs interesse, selv om det strider direkte imod datterselskabets egen interesse, og dermed udgør en skadelig instruks.³⁰⁴ Bestemmelsen giver altså mulighed for at varetage koncerninteressen på bekostning af datterselskabets egen interesse.

Det kontraktmæssige grundlag, beherskelsesaftalen, udgør hjemlen til at varetage koncerninteressen i aftalekoncerner – men alene på *kort sigt*. Der er ikke mulighed for at lade ulempen opveje af en nettofordel på *længere sigt*, som ellers er en mulighed, der diskuteres ganske meget i den danske koncernret, jf. også afsnit 4.4.4 om nettosynspunktet.³⁰⁵ Med henblik på varetagelse af kreditorernes interesse, gælder der mere specifikt et princip om *nettotabsudligning*, »*Verlustübernahme*«, jf. AktG § 302, stk. 1. Efter dette princip har moderselskabet en præceptiv pligt til at foretage en nettotabsudligning i hvert regnskabsår,³⁰⁶ hvorfor der ikke er adgang til at lade nettofordelen aktualisere sig på længere sigt, idet der skal betales en grundig opgjort kompensation for tabet i samme regnskabsår.³⁰⁷

²⁹⁸ Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 147.

²⁹⁹ Ibid., s. 147.

³⁰⁰ Cahn: Comparative Company Law, 2. udg., s. 836.

³⁰¹ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 182.

³⁰² Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 147.

³⁰³ Ibid., s. 147

³⁰⁴ Takahashi: Law of Corporate Groups, s. 11 og Dorresteijn m.fl: European Corporate law, 3. udg., s. 335.

³⁰⁵ Søgaard i U 2019B.327, s. 327.

³⁰⁶ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 183.

³⁰⁷ Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 151.

Moderselskabet kan give instrukser i koncernens eller et koncernforbundet selskabs interesse, men er imidlertid underlagt et *proportionalitetsprincip* i forhold til skadelige instrukser overfor et datterselskab. En skadelig instruks foreligger, når en uafhængig direktion ikke ville foretage samme disposition på de samme vilkår. Den skadelige instruks i koncerninteressen kan kun gives, hvis den medfører en fordel for moderselskabet eller et andet koncernforbundet selskab, og hvis den står i rimeligt forhold til den fordel, som selskabet opnår. Der er således ikke en ubegrænset mulighed for at varetage koncerninteressen.³⁰⁸ Friis Hansen diskuterer, om eksistenstruende instrukser til et datterselskab er ulovlige, hvilket i så fald begrænser muligheden for instrukser i koncerninteressen. Konklusionen er, at når der foreligger en koncernaftale, så er instruksbeføjelsen ikke begrænset af datterselskabets overlevelse – og moderselskabet kan give instrukser³⁰⁹, som altså truer et datterselskabs eksistens.³¹⁰

Muligheden for at give instrukser i koncerninteressen understøttes ligeledes af AktG § 308, stk. 2, 1. pkt., hvorefter der følger en pligt for datterselskabets direktion til at følge instruksen – også selvom den er skadelig. Kun hvor instruksen åbenbart ikke tjener nogens interesse i koncernen, kan datterselskabets direktion modsætte sig instruksen, jf. AktG § 308, stk. 2, 2. pkt. Det synes dermed forholdsvis uproblematisk at give instrukser i koncerninteressen, eftersom datterselskabet som udgangspunkt ikke kan modsætte sig denne.

Til opsummering af ovenstående kan det anføres, at der i tysk ret eksisterer en betragtelig mulighed for at varetage koncerninteressen på bekostning af datterselskabernes egeninteresse, om end det kun tillader sig på *kort sigt* som følge af reglen om nettotabsudligning.

7.2.2.3. Datterselskabets minoritetsaktionærer og kreditorer

Det kan konstateres, at moderselskabet opnår betydelige fordele af en koncernaftale og dermed adgangen til koncernledelse – både retligt og økonomisk. Modstykket hertil er, at der skal ske en omfattende beskyttelse af datterselskabernes kreditorer og minoritetsaktionærer. Kreditorerne sikres ved, at der laves en »fastfrysning« af det konkrete datterselskabs egenkapital på tidspunktet for koncernaftalens indgåelse, mens minoritetsejerne beskyttes i form af en indløsningsmulighed eller en dividendegaranti, jf. AktG §§ 300 – 307.³¹¹

Som nævnt under afsnit 7.1.2.2 har moderselskabet pligt til at foretage nettotabsudligning i hvert regnskabsår. Dette følger af AktG § 302, stk. 1, hvorefter datterselskabets eventuelle nettotab skal kompenseres af moderselskabet. Betalingen af nettotabet er oprindeligt bestemt til at beskytte datterselskabet, men skaber samtidig en indirekte beskyttelse af datterselskabets kreditorer. Såfremt der er indgået en koncernaftale, sikres kreditorerne en dækning i samme omfang, som hvis ikke selskabet var en del af en koncern. Bestemmelsen pålægger dog ikke moderselskabet en solidarisk hæftelse for datterselskabets forpligtelser, da selskaberne stadigvæk er selvstændige juridiske selskaber.³¹² Kreditorerne skal således rette eventuelle krav mod det selvstændige datterselskab, hvorfor reglen i AktG § 302, stk. 1 er en vigtig beskyttelsesregel for kreditorerne.

³⁰⁸ Ibid., s. 148 ff.

³⁰⁹ Det forudsættes her, at dispositionerne er retmæssige og forretningsmæssigt begrundet. Datterselskabets direktion og bestyrelse kan stadigvæk gøres ansvarlige for pligtforsømmelse, hvorfor de skal efterprøve instrukserne fra moderselskabet før de følger dem. Se hertil Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 157.

³¹⁰ Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 149.

³¹¹ Cahn: Comparative Company Law, 2. udg., s. 837.

³¹² Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 151 f.

Det er en absolut forudsætning for en koncerntaftales gyldighed, at den indeholder en bestemmelse om kompensation for minoritetsaktionærer i datterselskaberne, enten i form af en dividendegaranti, jf. AktG § 304, eller en pligt for moderselskabet til at indløse minoriteten, jf. AktG § 305. Dividendegarantien betyder, at minoritetsaktionærer modtager en dividende, der enten er fast eller variabel, som kompensation for at underlægge sig moderselskabets ledelse. Indløsningen er en pligt for moderselskabet, og sker i passende og rimelig størrelse, enten i kontanter eller i aktier. Minoritetsaktionæren kan frit vælge mellem dividendegaranti eller indløsning som kompensationsmulighed.³¹³

Tysk ret sikrer således en beskyttelse af de interessenter, som risikerer at bliver forsømt som følge af koncerntaftalen og moderselskabets udøvelse af koncernledelse i relation hertil.

7.2.3. Faktiske koncerner

Reglerne om faktiske koncerner i AktG §§ 311 – 318 anvendes, hvor et tysk *Aktiengesellschaft* er underlagt kontrol fra en anden virksomhed, uden at der er indgået en særlig koncerntaftale.³¹⁴ Det grundlæggende formål med reglerne om faktiske koncerner er at beskytte datterselskabets interesse, således at moderselskabet ikke fremmer egne interesser på bekostning af datterselskabet (og dermed dets interessenter). Reglerne skal sikre, at datterselskabet fungerer som et uafhængigt selskab, og formålet er altså ikke at beskytte mod alle erhvervsmæssige risici, men alene de risici, som udspringer af afhængighedsforholdet.³¹⁵

Det afgørende for, at der er tale om en faktisk koncern er, at et selskab *faktisk* har mulighed for at udøve koncernledelse. Der skal være etableret et afhængighedsforhold i overensstemmelse med AktG § 17, stk. 1, hvorved forstås, at en virksomhed indirekte eller direkte kan udøve bestemmende indflydelse over en anden virksomhed. Dette foreligger ifølge stk. 2 med sikkerhed, hvor et selskab har en aktiemajoritet i et andet selskab, men kan også foreligge i kraft af bestemmende indflydelse, fx hvor en selskabsledelse har mulighed for at vælge eller fjerne ledelsen i et andet selskab.³¹⁶

7.2.3.1. Skadesudligning – AktG § 311

Kernebestemmelsen i reglerne om faktiske koncerner er AktG § 311. Moderselskabet har efter denne regel ret til at udøve koncernledelse i koncernens interesse, selv hvis det eventuelt medfører et tab for datterselskabet. Til gengæld skal alle tab, der er foranlediget af moderselskabet, udlignes med kvantitativt tilsvarende fordele inden regnskabsårets udgang.³¹⁷ Alle handlinger, der strider imod datterselskabets interesse, forudsættes i loven at være forårsaget af moderselskabet, som derfor er ansvarlige for disse handlinger, og som derfor skal foretage udligningen.³¹⁸

Det er den udbredte opfattelse, at AktG § 311 legitimerer, at et moderselskab disponerer til skade for sit datterselskab under forudsætning af, at skaden bliver udlignet – og dermed skal § 311 ikke anses som en sanktion for ulovlig tilsidesættelse af datterselskabets interesse. Skadesudligningen skal betragtes som

³¹³ Ibid., s. 154 ff.

³¹⁴ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 183.

³¹⁵ Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 158 og 160 ff.

³¹⁶ Cahn m.fl.: Comparative Company Law, 2. udg., s. 837 f.

³¹⁷ Friis Hansen m.fl.: Dansk selskabsret 2, 5. udg., s. 836.

³¹⁸ Cahn m.fl.: Comparative Company Law, 2. udg., s. 838 f.

prisen, moderselskabet skal betale for at have foretaget den tabsgivende disposition.³¹⁹ Faktisk fremgår det af AktG § 311, stk. 2, in fine, at datterselskabet har et *retskrav* på at få kompensation som følge af skaden.

Moderselskabet i faktiske koncerner skal alene betale for tab, der er *foranlediget* af moderselskabet selv, jf. AktG § 311. Til sammenligning gælder der i aftalekoncerner en egentlig *pligt* for moderselskabet til at betale for datterselskabets tab efter AktG § 302, stk. 1. Det afgørende for, om der foreligger et af moderselskabet foranlediget tab er, om der er kausalitet mellem moderselskabets erklæring og den skade, som datterselskabet har lidt. Begrebet skal derfor fortolkes ganske bredt, og det har ingen betydning om koncernledelse gennemføres via ordrer, anbefalinger eller »råd«.³²⁰

Selve udligningen af skaden kan ske på to måder. Modervirksomheden kan i løbet af året foretage en *løbende* udligning, hvilket fremstiller datterselskabets årsregnskab som upåvirket af skaden. Alternativt kan moderselskabet tildele datterselskabet et *retskrav* på fordele, der størrelsesmæssigt svarer til skaden. Der er intet til hinder for, at retskravet udgør en *fremtidig* fordel, men det forudsættes, at fordelene har en økonomisk værdi og at størrelsen heraf kan beregnes. Moderselskabet kan ikke blot henvise til de »generelle fordele«, som datterselskabet får ved at være en del af koncernen.³²¹ Skadesudligningen nødvendigvis åbenlyst et stort regnskabs- og administrationsarbejde, idet fordele og ulemper skal opgøres, kapitaliseres og udlignes, hvorfor modellen forekommer omkostningstung og besværlig.³²²

7.2.3.2. Datterselskabets minoritetsaktionærer og kreditorer

Minoritetsaktionærerne og kreditorerne i et datterselskab som indgår i en faktisk koncern, opnår en indirekte beskyttelse igennem AktG § 311 som følge af skadesudligningen. Reglerne sikrer, at datterselskabet stilles som om, at det er et uafhængigt selskab, der er udsat for almindelige erhvervmæssige risici. Den økonomiske skade, eller risikoen for samme, som datterselskabet påføres, bliver elimineret som følge af udligningsreglen, og minoritetsaktionærer og kreditorer er derfor udsat for den samme risiko for økonomisk skade, som hvis datterselskabet ikke var en del af koncernen.³²³ Beskyttelsen sikres ved, at moderselskabet og dets direktion ifalder et erstatningskrav, hvis ikke udligningsreglen overholdes.³²⁴

Det er altså tale om en beskyttelse, som er indirekte, og alene sikrer, at der for minoritetsaktionærer og kreditorer ikke forekommer en negativ påvirkning af koncernforholdet.

7.2.4. Den tyske koncernret som løsningsmodel

I den tyske koncernret gælder ikke et udgangspunkt om, at det enkelte selskabs interesse skal gå forud for andre interesser, herunder koncerninteressen.³²⁵ I aftalekoncerner er der hjemmel til at varetage koncerninteressen, og i faktiske koncerner sker der kompensation til koncernselskaber for de ulemper varetagelse af koncerninteressen medfører. Det er således karakteristisk for tysk koncernret, at der er mulighed for at varetage koncerninteresser – i hvert fald på kort sigt.

³¹⁹ Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 162.

³²⁰ Ibid., s. 163.

³²¹ Ibid., s. 168.

³²² Forum Europaeum Corporate Group Law: Corporate Group Law for Europe, s. 203, anfører at nettovurderingen af fordele og ulemper er omkostningsfuld i forbindelse med faktiske koncerner. Dette må dog antages at gælde for både aftale- og faktiske koncerner, da vurderingen i det væsentligste er den samme.

³²³ Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 160.

³²⁴ Se AktG § 317, stk. 1 og en undtagelse hertil i § 317, stk. 2.

³²⁵ Søgaard i U 2019B.327, s. 328.

Selvom den tyske koncernret i vidt omfang legitimerer koncerninteressen, kan det synes som en begrænsning, at ulemperne ikke kan opvejes af en fordel, som først viser sig på længere sigt, idet nettofordelen for det enkelte selskab skal opgøres inden for samme regnskabsår.³²⁶ Nogle fordele viser sig først efter længere tid – og ikke allerede indenfor ét år. Selve gennemgangen af alle transaktioner og procedurer,³²⁷ som foretages med det formål at vurdere, om der konkret er tale om en ulempe, som skal opvejes via nettotabsreglen eller skadesudlignes efter AktG §§ 302 og 311, synes i sig selv både omkostningstung og tidskrævende. Kan det konstateres, at varetagelsen af koncerninteressen har medført negative følger for datterselskabet, skal disse følger hver for sig kapitaleres, så de kan udlignes af moderselskabet. Heri ligger der et stort administrationsarbejde, som gør den tyske koncernret meget omstændig.

Det er imidlertid en klar fordel ved tysk koncernret, at der består en indirekte lovfæstet³²⁸ pligt til at foretage en nettoafvejning af fordele og ulemper ved udøvelse af koncernledelse. Retsstillingen for den koncernledelse, som ønsker at foretage dispositioner i koncerninteressen, forekommer mere gennemskuelig, idet der foreligger klar hjemmel til at hjemtage en fordel for koncernen med den effekt, at datterselskabets interesse tilsidesættes, så længe ulempen opvejes inden for samme regnskabsår. I dansk koncernret er der netop ingen hjemmel hertil, hvilket modsat skaber en uklar retsstilling.

Set fra minoritetsaktionærerne og kreditorernes perspektiv er den tyske koncernret gunstig, idet der ydes en betydelig beskyttelse af de to grupper, der ifølge AktG ikke må påvirkes negativt af koncernforholdet og koncerninteressevaretagelsen. Netop denne beskyttelse er årsagen til, at det er lovligt at tilsidesætte datterselskabets interesse, da tilsidesættelsen som oftest vil påvirke minoritetsaktionærerne og kreditorerne negativt. Til sammenligning følger beskyttelsen i dansk ret primært af generalklausulerne, hvor der skal *en del* til, før reglerne finder anvendelse.

7.2.5. Sammenfattende

Den tyske model giver mulighed for koncernledelse, hvorefter fordele for koncernen kan hjemtages på bekostning af datterselskabets egeninteresse. Dette sker enten i kraft af en beherskelsesaftale om ledelsesretten mellem moder- og datterselskab, eller i kraft af moderselskabets bestemmende indflydelse, i hvilken relation der tales om en faktisk koncern. Dette modsvarer af en beskyttelse af de af datterselskabets interessenter, kreditorer og minoritetsaktionærer, som påvirkes negativt af koncernforholdet.

Generelt synes den tyske model kompliceret, ineffektiv og omkostningskrævende.^{329 330} Eksempelvis kan det være byrdefuldt og omkostningstungt at opgøre og kapitalisere fordele og ulemper. Derudover indbefatter den tyske koncernret adskillige regler og procedurer, som skal overholdes ved koncerndannelse- og

³²⁶ Det kan omvendt også anses som en fordel, at ledelsen har klare rammer for, hvornår fordelene skal materialisere sig.

³²⁷ Forum Europaeum Corporate Group Law: Corporate Group Law for Europe, s. 203, anfører at nettovurderingen af fordele og ulemper er omkostningsfuld i forbindelse med faktiske koncerner. Dette må dog antages at gælde for både aftalekoncerner og faktiske koncerner, da vurderingen i det væsentligste er den samme.

³²⁸ Pligten synes indirekte lovfæstet, idet udøvelse af koncernledelse på bekostning af datterselskabet fordrer kompensation, fx en skadelig instruks, som skal kompenseres, jf. AktG §§ 308 eller 311.

³²⁹ Hommelhoff: German Corporate Group Law (report), s. 68 ff., European Commission: Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, s. 56-60, Søgaard I U 2019B.327, s. 328 og Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 14. udg., s. 556 note 820.

³³⁰ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 185.

strukturering, hvilket kan synes uhensigtsmæssigt og relativt formalistisk.³³¹ Derfor kan den tyske model i sin helhed ikke anbefales som en løsningsmodel i dansk ret.

At minoritetsaktionærer sikres en fast dividende eller kan blive indløst, jf. AktG §§ 304 og 305, såfremt koncerninteressen går forud for selskabsinteressen, synes at udgøre en god kompensationsmodel, som med fordel kan inspirere til regulering af den danske koncernret. Kreditorerne og minoritetsaktionærene bør nemmere kunne acceptere, at koncerninteressen går forud for datterselskabets egeninteresse, når koncernen på den ene side får et udbytte, og kreditorerne og minoritetsaktionærene på den anden side sikres en høj grad af beskyttelse. Adgangen til at varetage koncerninteressen og eksempelvis i højere grad udnytte synergieffekter vil altså kunne udbygges, fordi problemet med negligering af datterselskabets interesse blev minimeret.

7.3. Den franske tilgang: Rozenblum-doktrinen

7.3.1. Indledende

Mens Tyskland i sin »Konzernrecht« har lovreguleret koncernretten, er der i fransk ret ikke foretaget nogen lovregulering – sådan som det også er tilfældet i dansk ret. Spørgsmålet har således været overladt til det praktiske liv, herunder til afgørelse ved domstolene i sager, hvor der er opstået en tvist.³³²

I praksis har spørgsmålet som bekendt ikke været, om koncerninteressen kan varetages, men mere et spørgsmål om i hvilket omfang. I retsteorien har dette forplantet sig i et spørgsmål om at finde en egnet rettesnor, når koncerninteressen skal varetages. Flere både danske og udenlandske retsteoretikere har i den anledning taget udgangspunkt i den såkaldte »Rozenblum-doktrin«, som har udgjort en særlig inspiration og landvinding for spørgsmålet om koncerninteressens varetagelse. Doktrinen skal i det følgende overvejes som en mulig løsningsmodel for dansk koncern – og selskabsret.

7.3.2. Rozenblum-sagen³³³

Rozenblum-doktrinen udspringer af en fransk højesteretsdom, afsagt af den franske højesteret, Cour de Cassation, den 4. februar 1985. Sagen var anlagt mod Hr. Rozenblum, som sammen med enkelte familiedlemmer ejede en koncern, hvori en lang række forskelligartede selskaber indgik. Sagen var en strafesag, som baserede sig på en i fransk ret gældende misbrugsbestemmelse, som kunne medføre straffeanvar for ledelsesmedlemmer, som havde misbrugt selskabsmidlerne. Selskaberne, som var både hel- og delejede af Hr. Rozenblum, foretog i stigende omfang forskellige transaktioner med hinanden, herunder garanti- og sikkerhedsstillelser. Koncernen var imidlertid økonomisk meget ustabil, og selskaberne blev efterhånden insolvente et efter et. Hr. Rozenblum og flere ledende personer i koncernledelsen blev herefter tiltalt for at have misbrugt selskabernes midler. Den franske højesteret frifandt dog Hr. Rozenblum med den begrundelse, at selskaberne i koncernen fungerede som én enhed gennem et nært økonomisk og organisatorisk samarbejde. Af dommens præmisser udledes doktrinen, som fastlægger tre kriterier, som udgør kumulative betingelser for, at ét koncernselskabs interesse kan vige for en overordnet koncernpolitik og –ledelse. Det nærmere indhold af doktrinen og kriterierne er beskrevet straks nedenfor.

³³¹ Gomard i U 1998B.175, s. 180.

³³² Werlauff: Selskabsret, 11. udg., s. 731.

³³³ Referatet af sagen baserer sig på Liv Stølen's artikel NTS 2004:4, s. 403 ff. samt Werlauff: Selskabsret, 11. udg., s. 731 ff.

7.3.3. Indhold og kriterier

Efter fransk ret fastholdes – ligesom i de fleste europæiske lande – et udgangspunkt om, at det enkelte selskabs egeninteresse går forud for koncerninteressen. Dette gælder tillige i forhold til den faktiske ledelse og ved dispositioner, som har karakter af misbrug af selskabets midler. Rozenblum-doktrinen fastslår imidlertid, at der kan statuere straf- og/eller ansvarsfrihed for »faktisk ledelse og misbrug af selskabets midler« i tilfælde, hvor hensynet til det enkelte selskabs interesse tilsidesættes med henblik på at tilgodese koncerninteressen.³³⁴

Med afsæt i Rozenblum-sagen er der fastlagt tre kriterier, som er kumulative og som alle må være opfyldt på tidspunktet for dispositionens foretagelse.³³⁵ Er kriterierne opfyldt, kan der altså gennemføres beslutninger, som tilgodeser koncernens interesser uden at være i strid med misbrugsbestemmelsen, og doktrinen kan således friholde ledelsesmedlemmerne for strafansvar. Kriterierne kan beskrives som følgende³³⁶:

Det *første kriterie* er, at der skal kunne konstateres en fast etableret koncernstruktur. Heri ligger, at der skal være tale om noget *mere* end blot den formelle selskabsretlige konstatering af en koncern. Der skal foreligge en gensidig påvirkning mellem selskaberne, og selskaberne skal sammen have en fælles hensigt med koncerndannelse. Der stilles dog ikke krav om, at koncernens selskaber skal være aktive i samme branche.

Det *andet kriterie* er, at der skal være udviklet en konsekvent og koordineret koncernpolitik. Politikken skal blandt andet gå ud på, at beslutninger, der træffes i koncernen, skal være langsigtede og en del af den samlede koncerns målsætning. Derfor skal også kontrakter og aftaler, som koncernen indgår, fordeles ud på koncernselskaberne efter kapacitet og kompetencer. Koncernpolitikken skal således være afbalanceret i forholdet mellem koncernselskaberne, og endelig skal den være godkendt på moderselskabets generalforsamlingen og dermed kendt for kapitalejerne.

Det *tredje* og sidste kriterie er, at der skal kunne konstateres en balance mellem fordele og ulemper. Hermed forstås, at fordele og ulemper er afbalanceret for det enkelte selskab, sådan at en ulempe for et datterselskab på sigt kompenseres af en direkte eller indirekte fordel. Der kræves ikke nødvendigvis kontant udligning/balance, og Rozenblum-doktrinen siger intet om hvor lang tid, det må tage, før en ulempe kompenseres af en fordel. Det er dog et krav, at ulempen ikke eksponerer selskabet uforholdsmæssigt, og der må så at sige gælde et slags proportionalitetsprincip.

7.3.4. Rozenblum-doktrinen i dansk ret

I international retsvidenskab ses antagelser om, at Rozenblum-doktrinen, navnlig det tredje kriterie om ligevægt mellem fordele og ulemper over tid, også gælder i nordisk selskabsret.³³⁷ Dette kan som minimum tilsluttes - for så vidt angår dansk ret - i det omfang at Rozenblum-doktrinen *alene* antages at være udtryk for det tredje og sidste kriterie. Dette kriterie synes i øvrigt at udgøre hovedessensen af doktrinen.³³⁸ Kriteriet indebærer, at ledelsen i et datterselskab kan gennemføre en beslutning, som hjemtages til fordel

³³⁴ Søgaard i U.2019B.327, s. 328 og European Business Organization Law Review 1, s. 198 ff.

³³⁵ Stølen i NTS 2004:4, s. 404.

³³⁶ Beskrivelsen er en sammenholdning af Liv Stølen i NTS 2004:4, s. 404 f., Werlauff: Selskabsret, 11. udg., s. 731, Schans Christensen: Kapitalselskaber, 5. udg., s. 690 f. og European Business Organization Law Review 1, s. 198 ff.

³³⁷ Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, s. 62 og European Model Act Group, EMCA, section 15.16, s. 387.

³³⁸ Engsig Sørensen beskriver tilnærmelsesvist Rozenblum-doktrinen identisk med det tredje kriterie, jf. forfatteren i U.2017B.29, s. 34, note 34, og tillægger således ikke de to første kriterier megen vægt.

for koncernen, men på bekostning af selskabets egen interesse, hvis den ulempe, som datterselskabet forventes at blive påført, kompenseres af en modsvarende fordel inden for rimelig tid, forudsat at ulempen i øvrigt ikke truer selskabets eksistens. Dette kriterie ligner til forveksling forståelsen af det tidligere i afhandlingen behandlede nettosynspunkt og evt. med tillæg af generalklausulerne i selskabsloven. Det kan derfor også hævdes, at nettosynspunktet, som adskillige danske forfattere³³⁹ foreslår som en mulig løsning på problemet med varetagelse af koncerninteressen ctr. selskabsinteressen, er affødt af netop Rozenblum-doktrinen, og at Rozenblum-doktrinen i et vist omfang gælder i dansk ret. Liv Stølen afviser i sin artikel³⁴⁰, at der skulle gælde en Rozenblum-doktrin i norsk ret, men anerkender dog en vis indflydelse fra den franske sag, idet hun påviser at både det første og tredje kriterie af doktrinen kan genkendes i norsk ret. Fordi Stølen imidlertid har haft fokus på samtlige kriterier i doktrinen, har hun konkluderet at doktrinen i sin fulde form ikke genfindes i norsk ret, men at der gælder en slags »modificeret Rozenblum-doktrin.«³⁴¹ En sådan antagelse kan formentlig overføres til dansk ret, idet doktrinen *i sin helhed* ikke synes at eksistere, blandt andet fordi kravet om en fast etableret koncernpolitik (kriterie 2) ikke skinner så meget igennem i den danske opfattelse.

Flere danske forfattere synes at hævde, at Rozenblum-doktrinen allerede er eller bør blive en del af dansk ret. Således tilkendegiver Schans Christensen eksempelvis, at en egnet rettesnor til varetagelse af koncerninteresse ctr. selskabsinteresse kan findes i Rozenblum-doktrinen, idet han anfører, at der »Med afsæt i Rozenblum-doktrinen kan fastlægges visse kriterier, som antagelig også skal være opfyldt efter dansk ret, for at et koncernselskabs interesser kan vige for en overordnet koncernpolitik og –ledelse.«³⁴² Krüger Andersen går endnu længere, idet han anfører, at Rozenblum-doktrinen allerede er anerkendt og en del af dansk ret: »...the Danish rules allow the operation of the principle of compensation (the Rozenblum formula) that is a more overall and general assessment of advantages and disadvantages to be made when assessing whether the rights of minority shareholders have been violated by the parent company. This is generally acknowledged by Danish scholars.«³⁴³

Søgaard og Engsig Sørensen bekender sig ikke fuldt ud til den antagelse, at Rozenblum-doktrinen allerede skulle gælde i dansk ret, og sågar heller ikke til et synspunkt om, at Rozenblum er svaret på hele problematikken. Søgaard fremhæver doktrinens »quid pro quo-princip« som værende utilstrækkeligt til dansk selskabsret. Hermed mener Søgaard, at »barren« i Rozenblum-doktrinen er sat for lavt, hvis den skulle kunne overføres til den danske selskabslov og retspraksis, og henviser i den forbindelse til Kiwi-dommen.³⁴⁴ Engsig Sørensen synes at antage, at doktrinen er utilstrækkelig til at give svar på mange af de spørgsmål, som opstår ved den konkrete brug af nettosynspunktet, herunder navnlig hvorledes fordele og ulemper måles og konstateres.³⁴⁵ Dette kan tilsluttes, jf. nedenfor i afsnit 8.1.

Netop for så vidt angår Kiwi-dommen, så har Sø- og Handelsrettens begrundelse imidlertid visse lighedspunkter med de principper, som kan udledes af Rozenblum-doktrinen. Dette er navnlig præmissen om, at »det ikke i sig selv vil være tilstrækkeligt at godtgøre, at et selskabs disposition har været i et koncernselskabs interesse, men at den nærmere koncernforbindelse mellem selskaberne kan tillægges betydning ved

³³⁹ Se hertil afsnit 4.4.4. ovenfor om nettosynspunktet.

³⁴⁰ Stølen i NTS 2004:4, s. 417 f.

³⁴¹ Se i overensstemmelse hermed Søgaard i U.2019B.327, s. 328.

³⁴² Schans Christensen: Kapitalselskaber, 5. udg., s. 690.

³⁴³ Krüger Andersen: »Regulation of Groups from Danish and Nordic Perspective« i Neville og Engsig Sørensen: The internationalisation of companies and company law, 1. udg., s. 27.

³⁴⁴ Søgaard i U.2019B.327, s. 336.

³⁴⁵ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 255.

vurderingen af, om dispositionen (også) har været i det disponerende selskabs egeninteresse«. ³⁴⁶ Rozenblum-doktrinen første kriterie om en fast etableret koncernstruktur har klart et overlap med den refererede præmis' sidste led om, at den nærmere koncernforbindelse mellem selskaberne kan tillægges betydning. Ej heller skal Kiwi-dommens præmis om, at der ved vurderingen af en disposition kan tages hensyn til, om det disponerende selskab modtager en eller anden form for modydelse, forglemmes. Heri lægges der nemlig, jf. også analysen ovenfor i afsnit 5.3.2., op til en slags nettobetragtning, hvorefter der forudsættes en konstaterbar fordel til udligning af den ulempe, som der har været ved at foretage dispositionen. Præmissen kan sammenlignes med Rozenblum-doktrinen tredje kriterie, men Kiwi-dommen antyder dog en ganske stringent nettovurdering, idet der kræves *dokumentation* for modydelsen, hvilket i sagen ikke var tilfældet. Kiwi-dommen indikerer således, at i hvert fald to ud af tre af doktrinen kriterier genfindes i dansk ret.

7.3.5. Sammenfattende

Det synes for vidtgående at antage, at Rozenblum-doktrinen allerede skulle være fuldt ud gældende og anerkendt i dansk ret. Dette er Kiwi-dommen, trods lighedspunkterne ovenfor, også et eksempel på, da Rozenblum-doktrinen slet ikke nævnes af hverken parterne eller i dommens præmisser. Rozenblum-doktrinen har imidlertid både inspireret til nettobetragtningen i dansk ret og i øvrigt været kimen til en europæisk harmonisering. ³⁴⁷ Nettobetragtningen er dog endnu ikke endelig anerkendt, jf. også afsnit 4.4.4, og den europæiske harmonisering er også for nuværende udeblevet, jf. straks nedenfor.

Hvorvidt Rozenblum-doktrinen konkret kan og bør afhjælpe dilemmaet i dansk ret behandles nedenfor i afsnit 8.1, da overlappet mellem doktrinen og nettosynspunktet giver anledning hertil.

7.4. Reguleringen af koncerner i EU-ret

7.4.1. Kort om udviklingen og den nuværende situation

I mange år har det været overvejet, om der skulle foretages en harmonisering af koncernretten i EU. Det senest fremlagte udkast er det 9. selskabsdirektiv fra 1984 ³⁴⁸, der aldrig er blevet fremmet som et egentlig forslag. Opbygningen af udkastet til det 9. selskabsdirektiv ligner i høj grad den opbygning, der kendes fra tysk aktiekoncernret, ³⁴⁹ hvor en koncern reguleres enten på baggrund af en indgået koncernaftale, eller på den baggrund, at det er en faktisk koncern. I korte træk var idéen, at der skulle ydes kompensation til datterselskabets minoritet, såfremt minoritetens interesser var tilsidesat til fordel for koncerninteressen. Dette blev aldrig vedtaget, dels af den årsag, at mange medlemsstater fandt det tyskinspirerede system for kompliceret og ufleksibelt, ³⁵⁰ dels fordi de enkelte EU-landes selskabsretlige regler er væsensforskellige, hvilket gør det svært at opnå enighed om reglerne. ³⁵¹

I 2000 blev koncerninteressen for alvor adresseret, idet en gruppe europæiske forskere fremlagde deres projekt, Forum Europaeum Corporate Group Law, hvor de anbefalede et EU-direktiv, som var baseret på

³⁴⁶ SH2015.P-52-14 afsagt 7. december 2015, s. 11.

³⁴⁷ Se fx Werlauff: Selskabsret, 11. udg., s. 731-732, Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 187 eller Schans Christensen: Kapitalselskaber, 5. udg., s. 689.

³⁴⁸ III/1639/84-EN. Ikke udgivet officielt, men gengivet på dansk i Schaumburg-Müller m.fl.: Unionsretlige selskabs- og børsregler, 1. udg., s. 186 ff.

³⁴⁹ Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 270.

³⁵⁰ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 185 f.

³⁵¹ Krüger Andersen: Dansk koncernret, s. 169.

Rozenblum-doktrinen.³⁵² Et centralt element i anbefalingen var, at ledelsen i et datterselskab skulle kunne varetage koncerninteressen, selv hvor det var til ulempe for datterselskabets egeninteresse. Ledelsen i datterselskabet skulle blot sørge for, at der var en klar forventning om, at ulempen blev opvejet inden for rimelig tid, og at der blev set på balancen mellem koncernens og datterselskabets samlede interesser i et større perspektiv.³⁵³ I 2003 varslede Kommissionen imidlertid i sin handlingsplan, at den ville lave et nyt direktivudkast indeholdende en række rammeregler for koncerner. Lidt i forlængelse af de europæiske forskeres projekt skulle reglerne gøre det muligt at vedtage og gennemføre en koncernpolitik, og dermed også varetage af koncerninteresser, så længe kreditorerne og minoritetsaktionærerne blev beskyttet.³⁵⁴ Kommissionen foretog sig dog ikke yderligere i forhold til denne udmelding.

I 2011 foreslog en af Kommissionen oprettet gruppe, Reflection Group on the Future of EU Company Law, blandt andet, at der indførtes regler, som anerkendte, at der i koncernselskaber kan varetages koncerninteresser.³⁵⁵ Forslaget fik en positiv modtagelse i den efterfølgende høring, og blev efterfølgende medtaget i Kommissionens handlingsplan fra 2012.³⁵⁶ Planen er ikke realiseret endnu, men en af Kommissionen nedsat arbejdsgruppe, The Informal Company Law Export Group (ICLEG), har udarbejdet et forslag til udformningen af reglerne.³⁵⁷ Konkret foreslår gruppen, at dette kunne udformes som en ret og pligt for moderselskabet til at lede koncernen i overensstemmelse med koncernens samlede interesser. Formålet med forslaget er at gøre det enkelt for ledelsen, både i moderselskabet og datterselskaberne, at varetage koncerninteressen såvel som selskabets egen interesse. Det er desuden et centralt element, at der *alene* kan varetages koncerninteresser i koncernforhold, hvor der ikke er nogen minoritetsejere. Herved sikres, at minoritetsejerne ikke står i vejen for en koncernpolitik, hvor selskabsinteressen ses tilsidesat, samtidig med at minoritetsejernes interesse ikke tilsidesættes. Omvendt betyder det også, at mange koncerner udelukkes fra reglerne, hvorfor det ligeledes blev foreslået, at der kunne varetages koncerninteresser i koncerner med minoritetsaktionærer, medmindre en beslutning »is for grossly inadequate consideration.«³⁵⁸ Dette indikerer en variation af Rozenblum-doktrinen, som er omtalt ovenfor under afsnit 7.2.

Rozenblum-doktrinen ligger ligeledes til grund for den seneste adressering af koncerninteressen, idet gruppen bag European Model Company Act (EMCA)³⁵⁹ fremsatte deres forslag til en koncernregulering i 2017. Den mest relevante bestemmelse i modelloven, section 15.16, udtrykker blandt andet, at ledelsen i et datterselskab kan disponere *imod* selskabets egeninteresse uden at ifalde ansvar, hvis 1) disponeringen er i koncerninteressen, 2) ledelsen forventer at tabet udlignes af fordele inden for en rimelig tidshorisont, og 3) datterselskabets fremtid ikke risikeres ved disponeringen. Det er tydeligt at se inspirationen fra Rozenblum-doktrinen i denne bestemmelse.

Der foreligger på nuværende tidspunkt ingen egentlig EU-regulering af dilemmaet med varetage af koncerninteressen på bekostning af selskabets egeninteresse. Der er dog foretaget andre forsøg på en koncernretlig harmonisering i EU, som ikke har relevans for denne afhandling.

³⁵² Forum Europaeum Corporate Group Law: Corporate Group Law for Europe, 2000. Oprindeligt udarbejdet på tysk i 1998.

³⁵³ Dorresteyn: European Corporate Law, 3. udg., s. 339 og Forum Europaeum Corporate Group Law: Corporate Group Law for Europe, 2000, s. 197-207 (specielt s. 204-207).

³⁵⁴ KOM (2003) 284, pkt. 3.3.

³⁵⁵ Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, 2011, s. 65.

³⁵⁶ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 186 f.

³⁵⁷ The Informal Company Law Export Group: Report on the recognition of the interest of the group, 2016. Der er endnu ikke sket noget konkret i henhold til dette forslag.

³⁵⁸ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 187.

³⁵⁹ European Model Company Act, EMCA, 1. udg., 2017.

7.4.2. EU-retlige tiltag som løsningsmodel

Det anses blandt flere retsteoretikere som en nærliggende mulighed, at Kommissionen opgiver at foretage flere forsøg på at harmonisere koncernretten, herunder lovmæssigt anerkende koncerninteressen, da det ganske enkelt er vanskeligt at opnå enighed om, hvordan reguleringen skal udformes.³⁶⁰ På den ene side ønsker det praktiske erhvervsliv, at koncerner kan lede sine datterselskaber i koncerninteressen, mens tilsyneladende uoverstigelige komplikationer på den anden side opstår, når det skal overvejes, hvorledes kompensation til beskyttelse af minoritetsaktionærer og kreditorernes interesse skal udformes.³⁶¹

Siden udkastet til det 9. selskabsdirektiv ikke blev til noget, har den tyske aktiekoncernret ikke været drøftet som løsningsmodel i EU-retten. Den forekom for de fleste medlemslande både kompliceret, omkostningstung og ufleksibel, og den del af EU-retten vil derfor ikke blive drøftet nærmere i forestående afsnit.

Fælles for alle nyere tiltag er, at de er en variant af Rozenblum-doktrinen.³⁶² Ligeledes er det fælles for alle tiltagene, at de ikke indeholder en løsning på de problemer, som Rozenblum-doktrinen som løsningsmodel medfører. Eksempelvis foreslog gruppen bag EMCA, at koncerninteressen kan varetages på bekostning af selskabets egeninteresse, hvis ledelsen forventer at tabet udlignes af fordele, hvilket til forveksling minder om doktrinens tredje kriterie. Det er imidlertid ikke afklaret, hvad fordelene skal bestå af, hvordan fordelene måles eller kapitaliseres (så det er klart, at de udligner tabet), om fordelene skal være dokumenterbare, eller hvornår fordelene skal aktualisere sig. Såfremt det kan klarlægges, hvordan afvejningen af fordele og ulemper nærmere skal foretages, synes det dog som en god løsning på problemet om interessevaretagelsen at hente betydelig inspiration fra Rozenblum-doktrinen. Hvis der til præcise rammer for nettoafvejningen tilmed indlægges en minoritetsbeskyttelse, som den af ICLEG foreslået, ved fx at kræve, at koncerninteressen alene kan varetages, hvor der ingen minoriteter er – eller at sikre, at en beslutning, som er udtryk for utilstrækkelige overvejelser, ikke kan gennemføres i koncernens interesse, da det er på bekostning af minoritetsaktionærer, så synes der er foreligge en løsningsmodel, som i højere grad kan tilsluttes. Der vil dog igen kunne opstå vanskeligheder med at fastlægge, hvad »utilstrækkelige overvejelser« i så fald skulle omfatte.

Det kan synes svært at fremhæve de EU-retlige initiativer som en *selvstændig* løsningsmodel, når de dels er så grundlæggende inspireret af først tysk aktiekoncernret og senere Rozenblum-doktrinen, og dels aldrig er blevet endeligt udformet, men i stedet er blevet droppet undervejs i processen. Af samme årsag henvises til gennemgangen af tysk ret som løsningsmodel, afsnit 7.1.4, og Rozenblum-doktrinen som løsningsmodel, afsnit 8.1.

8. Mulige løsninger i dansk ret

8.1. Nettobetragtningen som løsningsmodel

Der kan ikke være tvivl om, at det ud fra et bredere perspektiv kan være både praktisk og hensigtsmæssigt at indrømme koncernforbundne selskaber adgang til at varetage koncernens interesser, fx i form af en cash-pool-ordning, et enkeltstående lån eller en sikkerhedsstillelse, som foranlediger indgåelsen af en betydelig aftale med en tredjepart. Ved sådanne dispositioner kan fællesskabet – koncernen – opnå anseelige

³⁶⁰ Se blandt andre Engsig Sørensen i U.2017B.29, s. 34 og Søgaard i U.2019B.327, s. 337.

³⁶¹ Engsig Sørensen i U.2017B.29, s. 34.

³⁶² Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 187 f.

fordele. Det centrale spørgsmål bliver imidlertid, om det kan ske på en måde, som samtidig tilgodeser hensynet til selskabets øvrige interessenter, navnlig minoritetsejere og kreditorer, således at disse ikke udsættes for unødige risici.

De færreste danske forfattere behandler spørgsmålet om koncerninteressens legitimitet uden samtidigt at nævne en eller anden form for nettoafvejning. Dette må simpelt kunne forklares med, at nettometoden overordnet set er et kompromis; på den ene side skabes der adgang til at varetage koncerninteressen på bekostning af selskabsinteressen, og på den anden side modsvares denne adgang ved at forudsætte en matchende (og evt. dokumenterbar, jf. Kiwi-sagen) fordel på kortere eller længere sigt. Nettometoden kan ydermere siges at være udtryk for et kompromissøgende alternativ til dansk rets udgangspunkt om selskabers selvstændighed og selskabsinteressens forrang. Metoden er imidlertid ikke uproblematisk og efterlader flere åbne spørgsmål, som det også anføres under afsnit 4.4.5. Dette er formentlig også årsagen til, at den ikke er fuldt ud anvendelig i gældende dansk ret (endnu).

For det første kan det ikke anses for afklaret, hvordan et moderselskab skal kompensere datterselskabet for et lidt tab i anledning af datterselskabets koncernorienterede disposition. Der kan være tale om en egentlig økonomisk compensation i form af en kontant udligning, men teorien åbner tilsyneladende også mulighed for at overlade compensationen til diverse synergieffekter, som koncernforholdet konkret skulle kaste af sig.³⁶³ Anerkendes synergieffekter som en egentlig compensation, vil det for interessenterne i datterselskabet, navnlig minoritetskapitalejerne og kreditorerne, være vanskeligt at få afklaret, hvornår denne synergieffekt reelt er opnået og derved har udlignet skaden. Denne problematik kan tale for, at nettometoden som løsningsmodel bør være ganske stringent indrettet, hvor der evt. kræves *dokumenterbare* fordele af hensyn til interessenterne. Var nettometoden sådan anerkendt, ville dette også naturligt afskære de (mest) abstrakte synergieffekter. I forlængelse heraf indikerer Kiwi-sagen netop også, at en fri og spekulativ vurdering af fordele og ulemper bør afvises.³⁶⁴

Det er endvidere uafklaret, dels hvor lang tid der må gå, før en fordel skal kompensere en ulempe, ligesom det er uafklaret, hvad der skal ske, hvis en forventet fordel udebliver. Samtidigt kan det hævdes, at jo længere tidshorizonten er på en modsvarende fordel, desto større er usikkerheden for, at selskabet rent faktisk opnår den. For så vidt angår den tidsmæssige vurdering, kan der evt. søges inspiration i den tyske Konzernrecht, hvorefter der, jf. ovenfor i afsnit 7.1.2.2, gælder et princip om nettotabsudligning, »*Verlustübernahme*«, jf. AktG § 302, stk. 1. Moderselskabet har ifølge dette princip en præceptiv pligt til at foretage en nettotabsudligning i *hvert* regnskabsår³⁶⁵, hvorfor der ikke er adgang til at lade nettofordelen aktualisere sig på længere sigt.³⁶⁶ Et sådant krav, som umiddelbart kunne fremstå »firkantet«, afskærer muligheden for at spekulere i langsigtede fordele, og sikrer således løbende kreditorer og minoritetskapitalejere større sikkerhed. Hvis ikke fordele viser sig indenfor en relativt overskuelig periode, eller hvis der er en risiko for, at en ellers forventet fordel udebliver, så komplicerer det også domstolenes vurdering af en opstået tvist. Med andre ord, så forhindres domstolenes mulighed for at foretage en nettovurdering, hvis datterselskabet eksempelvis påberåber sig, at en ulempe vil blive opvejet af en fordel inden for 3-5 år, men vurderingen aktuelt foretages på det 2. år. Her vil en mere stringent nettometode à la tysk ret være en løsning, hvilket også imødekommer problemet om en udeblevet fordel.

³⁶³ Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskaber, 14. udg., s. 567 samt Schaumburg-Müller m.fl.: Kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde, 8. udg., s. 155.

³⁶⁴ For en nærmere behandling af dommen se afsnit 5.3.2. Se også Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 261.

³⁶⁵ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 183.

³⁶⁶ Friis Hansen: Europæisk koncernret, s. 151.

Det er tidligere i afhandlingen hævdet, at koncernforholdet berettiger til en bredere vurdering af selskabets interesse.³⁶⁷ Et sådant synspunkt understøttes også af Kiwi-sagen, hvor det netop af præmisserne fremgik, at »den nærmere koncernforbindelse mellem selskaberne kan tillægges betydning ved vurderingen af, om dispositionen (også) har været i det disponerende selskabs egeninteresse.« I relation til nettovurderingen forekommer synspunktet ikke umiddelbart at være nemt implementerbart. Netop fordi det er domstolene, som i sidste ende skal vurdere, om en ulempe er tilstrækkelig modsvaret af en fordel, er det vanskeligt at forestille sig, at domstolene har tilstrækkelig med oplysninger til at kunne foretage en bredere vurdering af koncernforholdets betydning for det enkelte selskabs interesse, og dermed den enkelte ulempe-medførende disposition. Det ville i så fald forudsætte en omfangsrig bevisførelse af parterne. I tråd hermed anfører også Engsig Sørensen, at det må anses meget tvivlsomt, om domstolene kan forventes at gå ind i en *samlet* vurdering af nettovirkningen af det forhold, at et selskab indgår i en koncern.³⁶⁸ Med disse antagelser in mente, kunne det også syntes at give mening, hvis nettometoden i dansk ret realiserede sig med udgangspunkt i effekten af enkeltdispositioner. Til illustration kunne det eksempelvis tænkes, at en ulempe for det enkelte selskab alene kan opvejes af en konkret fordel, så der ikke i så høj grad åbnes for spekulative og langsigtede – og derved for domstolene svært konstaterbare – fordele. Nettometoden er i dansk ret for nuværende kun begrænset af generalklausulerne i selskabsloven, og disse lægger netop også kun op til, at der foretages en prøvelse af, om en enkeltstående disposition skader kapitalejerne eller selskabet.³⁶⁹ Hvis det forekommer ligetil, er det imidlertid nærliggende, at der ved nettovurderingen samtidigt tages højde for dispositioner, som står i nær forbindelse med den kontroversielle beslutning. Med andre ord kan der argumenteres for, at dispositioner, som alene er »store« nok til at udgøre en utilbørlig fordel, hvis de betragtes sammen, skal kunne vurderes sammen, når de står i nær tilknytning til hinanden, navnlig hvis det er transaktioner af samme type og inden for samme tidsmæssige periode. Nøgleordet vil i denne sammenhæng være »nær tilknytning«, fordi det så åbenbart må betvivles, at domstolene går ind i en større og samlet nettovurdering, som strækker sig over flere år og dækker over adskillige koncerninterne dispositioner.

Som det blev anført under afsnit 7.2.4, så giver overlappet mellem Rozenblum-doktrinen og nettosynspunktet anledning til at overveje en løsningsmetode al a nettometoden, som er inspireret af doktrinen kriterier. Flere retsteoretikere har i tråd hermed også anført, at doktrinen er anvendelig som målestok for, hvornår et moderselskab må gribe ind i datterselskabets ledelse, eller at den i hvert fald kan bruges som inspirationskilde.³⁷⁰

Rozenblum-doktrinen svaghed synes særligt at være doktrinen tredje kriterie, som ikke i tilstrækkelig grad fastlægger nettovurderingens rammer. Der kan rejses nøjagtigt de samme kritiske spørgsmål til doktrinen tredje kriterie, som til nettometoden isoleret set; Hvor konkret skal en fordel være? Hvad hvis fordele, som forventes, udebliver? Skal der føres regnskab over fordele og ulemper?

Rozenblum-doktrinen første og andet kriterie, hhv. kravet om en fast etableret koncernstruktur og en vedtaget koncernpolitik, synes dog at kunne konkretisere omstændighederne omkring nettometoden i dansk ret. Kiwi-dommen har allerede fastslået, at den nærmere koncernforbindelse mellem selskaberne

³⁶⁷ Se afsnit 5.4 og ligeledes Bierregaard i FDR 2015.1.22, s. 3.

³⁶⁸ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 261.

³⁶⁹ Se i overensstemmelse hermed Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 261.

³⁷⁰ Se fx Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 255 og Werlauff: Selskabsret, 11. udg., s. 732.

kan tillægges betydning. Anerkendtes Rozenblum-doktrinen fuldt ud i dansk ret, vil denne nærmere koncernforbindelses betydning ikke alene skulle overvejes ift. den pågældende disposition, men reelt være et krav. Rozenblum-doktrinen fastlægger altså ikke blot, at koncernforbindelsen *kan* tillægges betydning, men at den *skal* tillægges betydning, før en egentlig nettovurdering kan foretages, idet doktrinen kriterier er kumulative.

Der synes sammenfattende at kunne konstateres, at nettometoden kan imødekomme problemet med selskabsinteressen ctr. koncerninteressen, hvis den forudsætter, at selskabet har en konkret udsigt til en fordel, som fuldt ud kompenserer ulempen, og som realiserer sig indenfor overskuelig fremtid. Rozenblum-doktrinen kriterier kan evt. assistere med yderligere retningslinjer til vurderingen, såsom kravene til en fast struktur eller en vedtaget og koordineret koncernpolitik³⁷¹.

8.2. Regulering via vedtægter og ejeraftaler

8.2.1. Vedtægtsmæssig regulering

Ønsker et moderselskab at legitimere sin ledelsesret for derigennem at skabe adgang for datterselskabet til at prioritere koncerninteressen over egeninteressen, kunne det overvejes, om dette er muligt gennem en vedtægtsbestemmelse. Kan dette lovligt lade sig gøre, er der ikke yderligere behov for lovgivers indgriben, idet vedtægterne netop fastlægges og ændres på generalforsamlingen, som allerede er reguleret ved selskabsloven.

Krüger Andersen synes at være fortalere for en sådan vedtægtsmæssig regulering, i hvert fald i det omfang at det sker med en »*afbalanceret hensyntagen til koncernfunktion/minoriteter og kreditorer*«. ³⁷² Dette synspunkt kan ikke i fuld udstrækning tilsluttes. Det forekommer tvivlsomt, at man i vedtægterne grundlæggende skulle kunne omformulere ledelsens pligter, hvilket forudsættes, hvis det fx skulle indskrives, at ledelsen har pligt til at efterkomme moderselskabets instruktioner. ³⁷³ Dette ville formentlig være i strid med netop selskabsloven, hvor rammerne for selskabsledelsens pligter er reguleret, og i øvrigt i strid med det selskabsretlige princip, hvorefter ledelsen skal varetage selskabets interesse. Varetager ledelsen i et datterselskab koncerninteressen, vil det – uanset en vedtægtsbestemmelse - gå ud over en eventuel minoritetskapitalejer i selskabet, og selskabslovens generalklausuler vil i den forbindelse kunne aktiveres.

Det kunne også overvejes, om selskabets formålsbestemmelse i vedtægterne kunne formuleres således, at formålet ud over at drive selskabets egen virksomhed, også er at indgå i en koncern. ³⁷⁴ Spørgsmålet er, om en sådan formålsangivelse kan udvide adgangen for ledelsen i datterselskabet til at varetage koncerninteressen på bekostning af selskabsinteressen? Det er svært at forestille sig, at en sådan bestemmelse kan give legitim anledning til at tilsidesætte egeninteressen, idet bestemmelsen nemt kommer på kant med selskabsloven, men som også Engsig Sørensen anfører, så kunne bestemmelsen tænkes at få betydning for det råderum, ledelsen i datterselskabet har – både i relation til generalklausulen, tegningsreglerne og ledelsens potentielle erstatningsansvar. ³⁷⁵

³⁷¹ Se afsnit 7.2.3.

³⁷² Krüger Andersen: Dansk koncernret, s. 492-493.

³⁷³ Se i overensstemmelse hermed Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 266.

³⁷⁴ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 266.

³⁷⁵ Der henvises i øvrigt til afsnit 2.6 for en behandling af det vedtægtsbestemte formåls betydning for selskabsinteressen.

8.2.2. Regulering via ejeraftaler

En anden måde, som kunne overvejes for at imødekomme minoritetskapitalejerens påberåbelse af, at selskabets interesse ved en disposition er tilsidesat til fordel for koncerninteressen, er at lave en ejeraftale. Ejeraftalen skulle i så fald indgås mellem moderselskabets kapitalejere og datterselskabets minoritets ejere, og gå ud på, at minoritetsejerne »underkaster« sig koncerninteressen- og strategien ud fra troen på, at det samlede set er en fordel for selskabet at indordne sig i et virksomhedshierarki.³⁷⁶ Det kunne ydermere tænkes, at ejeraftalen indeholder en kompensation til minoritetskapitalejeren, således at denne – imod at acceptere koncerninteressens varetagelse i større eller mindre omfang – modtager betaling. På samme vis som med en vedtægtsmæssig regulering, så imødekommer metoden alene forholdet til minoritetskapitalejere. Uanset at ejeraftalen vil give ledelsen i datterselskabet større råderum i forhold til minoriteten, så er dispositionsadgangen ikke blevet udvidet i relation til kreditorerne, som det erindres også – i et vist omfang – beskyttes af både selskabslovens generalklausuler³⁷⁷ og princippet om selskabsinteressens forrang³⁷⁸. Det kan således også tilsluttes, når Engsig Sørensen anfører, at »dette råderum [som ejeraftalen har skabt ift. minoritetskapitalejere] ikke [er] skabt i forhold til andre interesser, som kan lide skade.«³⁷⁹ (Egne parentes-indsættelser).

En løsning i form af en ejeraftale synes på ovenstående baggrund, ligesom en vedtægtsmæssig regulering, kun at tage hensyn til *en del* af problemet med koncerninteressens varetagelse, idet selskabets kreditorer negligeres. Det må tillige bemærkes, at vedtægter og ejeraftaler kræver en aktiv indsats fra de involverede parter. Der er således behov for, at advokater eller andre juridiske rådgivere i praksis er opmærksomme på at få taget stilling til spørgsmålet, hvor det måtte være relevant.

9. Konklusion

Formålet med denne kandidatafhandling har været at undersøge, i hvilket omfang ledelsen i et koncernselskab kan varetage koncerninteressen på bekostning af selskabets egen interesse. Det har tillige været en målsætning at vurdere, hvordan dilemmaet om varetagelsen af koncerninteresser selskabsretligt kan imødekommes.

For at kunne besvare disse spørgsmål, var det indledningsvist nødvendigt at afklare, hvad der i dansk ret forstås ved begreberne selskabsinteresse og koncerninteresse.

Det er et selskabsretligt princip, at enhver selskabsledelse skal forfølge selskabets egen interesse, men hverken i selskabsloven eller retspraksis er begrebets nærmere indhold fastlagt. Et sammendrag af retslitteraturen og en fortolkning af selskabslovens generalklausuler viser, at selskabsinteressen er udtryk for kapitalejernes kollektive interesse. Kiwi-dommen og håbløshedskriteriet anviser, at selskabsinteressen vil antage et skift, når en disposition medfører, at selskabet bliver insolvent, således at interessen i sådanne tilfælde overgår fra kapitalejerne til kreditorerne.

Hvor selskabsinteressen trods alt anerkendes i selskabsloven, uagtet at den forekommer udefineret, er koncerninteressen som begreb ikke anerkendt i selskabsloven. Det konkluderes, at begrebets indhold vil

³⁷⁶ Se Samuelson i ET 2009.136, s. 4, som synes at tale for en sådan løsning.

³⁷⁷ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 259.

³⁷⁸ Se afsnit 2.3 om selskabsinteressen, hvor det konstateres, at selskabsinteressen, i hvert fald i insolvenssituationer, indeholder kreditorinteressen.

³⁷⁹ Engsig Sørensen: Selskabsstrukturer, 2. udg., s. 266.

variere fra koncern til koncern, og kan antage både økonomisk og ikke-økonomisk karakter eller synergi-effekter, hvorfor der vanskeligt kan fastsættes en entydig definition.

Et selskab vil sjældent tilsidesætte egeninteressen af egen fri vilje, hvorfor dilemmaet om koncerninteressens legitimitet oftest vil udløbe af moderselskabets ledelsesret. Adgangen for et moderselskab til at lede sit datterselskab uden for generalforsamlingens rammer (SL § 76) er i afhandlingen derfor blevet afdækket. Det konkluderes, at moderselskabet ikke har lovmæssig hjemmel til at lede datterselskabet uden for generalforsamlingens rammer, ligesom det konkluderes, at der savnes retspraksis eller fortolkningsbidrag fra lovgiver, før det med sikkerhed kan afgøres, om det er lovligt eller ej at etablere en koncernledelse. Indtil da accepteres det både i teori og praksis, at koncerner i vidt omfang kan ledes fra moderselskabet eller en koncernledelse.

Analysen af koncernselskabers interesse i kaution og sikkerhedsstillelse samt cash pool-ordninger har givet afhandlingen et praktisk aspekt. Indblikket i de i praksis forekommende koncerninterne dispositioner bidrager til det standpunkt, at koncernforbindelsen berettiger til en bredere vurdering af selskabets interesse. Særligt for så vidt angår dispositioner til fordel for et søsterselskab, må koncernforbindelsens styrke have for øje, da dispositioner for et søsterselskab sjældent vil indebære samme grad af egeninteresse, som en disposition for et datterselskab typisk vil, jf. Kiwi-dommen. I relation til cash pool-ordninger kan det konkluderes, at koncernen som helhed kan have en stor interesse i en sådan ordning, idet den ofte giver grundlag for en række klare finansielle fordele, mens det enkelte koncernselskab i højere grad skal overveje fordele og vurdere risici ved ordningen. Samlet set må ledelsen, uanset om det angår kaution og sikkerhedsstillelse eller cash pool-ordninger, foretage en helhedsbedømmelse af den pågældende handling, og det må sikres, at der består en vis balance mellem fordele og ulemper, samt at forsvarlighedskravet er opfyldt.

For at tilføje afhandlingen et retspolitisk aspekt, er der slutteligt gjort nogle overvejelser om, hvordan dilemmaet om koncerninteressens varetagelse kan håndteres i dansk selskabsret. Hertil er der søgt inspiration i tysk og fransk ret. Tyskland har lovreguleret sig ud af problemet, hvor der skelnes mellem aftalekoncerner og faktiske koncerner. At have så håndfaste regler som i Tyskland synes ikke som den rette løsning i dansk ret. Reglerne gør koncerndannelsen byrdefuld, og det kan konkluderes, at den tyske model både er kompliceret, ineffektiv og omkostningskrævende. At minoritetsaktionærer sikres en fast dividende eller kan blive indløst, jf. AktG §§ 304 og 305, såfremt koncerninteressen går forud for selskabsinteressen, synes dog at udgøre en god kompensationsmodel, som med fordel kan inspirere til regulering af den danske koncernret. I Frankrig gælder fortsat Rozenblum-doktrinen, og det kan tilnærmelsesvist konstateres, at doktrinen finder anvendelse i en modificeret udgave i dansk ret. Doktrinen synes dog utilstrækkelig til at give svar på mange af de spørgsmål, som opstår i relation til koncerninteressens varetagelse, men doktrinens tredje kriterie - ideen om en nettobetragtning af fordele og ulemper - har forplantet sig i den danske retsteori, hvor der synes at være bred enighed om, at en selskabsledelse kan disponere til fordel for koncerninteressen, hvis ulempen herved opvejes af en fordel.

Med alt ovenstående in mente, synes en samlet og kortfattet konklusion på afhandlingens problemformulering at kunne lyde som følgende: Et koncernselskabs ledelse kan ikke udelukkende varetage koncerninteressen, men i vurderingen af, om en disposition tjener selskabsinteressen - kapitalejernes kollektive interesse - kan det tillægges betydning, at selskabet indgår i en koncern. Koncerndeltagelsen berettiger således til en bredere interessevurdering, hvor fordele, som udløses af selve koncerndeltagelsen, kan inddrages. En disposition til ulempe for koncernselskabet skal opvejes af en dokumenterbar fordel, men der

savnes i dansk ret en stillingtagen til, hvornår og hvordan ulempen kan opvejes. Hertil kan der søges inspiration i tysk ret, hvor det lovmæssigt er reguleret, hvornår en ulempe skal være kompenseret.

10. Litteraturfortegnelse

Litteratur

- *Andersen*, Paul Krüger: Aktie- og Anpartsselskabsret, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 14. Udgave, 1. oplag, 2019
- *Andersen*, Paul Krüger: Studier i dansk koncernret, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1. udgave, 1997 (forkortet: Dansk koncernret)
- *Bang-Pedersen*, Ulrik Rammeskov; *Christensen*, Lasse Højlund; *Jensen*, Kim Sommer; *Madsen*, Christian Jul og *Mylin*, Andreas Kærsgaard: Rekonstruktion – teori og praksis, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2. udgave, 2020.
- *Birkmose*, Hanne Søndergaard og *Sørensen*, Karsten Engsig og *Neville*, Mette: Selskaber – Aktuelle emner II, DJØF Forlag, 1. udgave, 2019
- *Blume*, Peter: Retssystemet og juridisk metode, DJØF Forlag, 4. udgave, 2020
- *Bunch*, Lars og *Whitt*, Søren Corfixsen: Selskabsloven med kommentarer, Karnov Group, 3. udgave., 2018
- *Cahn*, Andreas and *Donald*, David C.: Comparative Company Law - Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA (forkortet: »Comparative Company Law«), Cambridge University Press, 2. udgave., 2018
- *Christensen*, Jan Schans: Kapitalselskaber, Karnov Group, 5. udgave, 2017
- *Dorresteijn*, Adriaan F.M.; *Teichmann*, Christoph; *Werlauff*, Erik; *Monteiro*, Tiago og *Pocher*, Nadia: European Corporate Law, Kluwer Law International B.V., 3. udgave, 2017
- *Edlund*, Hans Henrik og *Birkmose*, Hanne Søndergaard og *Henschel*, René Franz og *Siig*, Kristina og *Jensen*, Camilla Hørby og *Kronborg*, Annette: Dansk privatret, DJØF Forlag, 21. udgave, 2020
- *Evald*, Jens: Juridisk teori, metode og videnskab, DJØF Forlag, 2. udgave, 1. oplag, 2020
- *Fode*, Carsten og *Neville*, Mette: SMV bestyrelsen – hele vejen rundt, Karnov Group, 1. udgave, 1. oplag, 2018
- *Gomard*, Bernhard og *Schaumburg-Müller*, Peer: Kapitalselskaber, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 7. udgave, 2013
- *Gomard*, Bernhard: Kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 8. udgave, 2015
- *Gomard*, Bernhard: Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerner, GadJura, 1. udgave, 1997
- *Hansen*, Jesper Lau: Informationsmisbrug, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1. udgave, 2001
- *Hansen*, Jesper Lau: Introduktion til selskabsretten og kapitalmarkedsretten, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2. udgave, 2018
- *Hansen*, Søren Friis og *Krenchel*, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2 – kapitalselskaber, Karnov Group, 5. udgave, 2019 (forkortet »Dansk selskabsret 2«)
- *Hansen*, Søren Friis og *Krenchel*, Jens Valdemar: Introduktion til dansk selskabsret I, Karnov Group, 6. udgave, 1. oplag, 2020 (forkortet »Dansk selskabsret I«)
- *Hansen*, Søren Friis: Europæisk koncernret - bør koncernretten reformeres og kodificeres?, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1996 (forkortet: »Europæisk koncernret«)
- *Kure*, Henrik: Finansieringsret, Karnov Group, 2. udgave, 1. oplag, 2018
- *Kure*, Henrik: Finansieringsret, Karnov Group, 2. udgave, 2018

- *Langsted*, Lars Bo: Selskabers kapital, 1. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1999
- *Schaumburg-Müller*, Peer og *Werlauff*, Erik: Unionsretlige selskabs- og børsregler, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1. udgave, 1995
- *Schaumburg-Müller*, Peer: Kapitalselskaber – aktie- og anpartsselskaber, DJØF Forlag, 9. udgave, 2020 (forkortet: »Kapitalselskaber«)
- *Sofsrud*, Thorbjørn: Bestyrelsens beslutning og ansvar, Greens§Jura, Akademisk Forlag A/S, 1. udgave, 1. oplag, 1999
- *Steffensen*, Henrik; *Bunch*, Lars; *Nilsen*, Jan-Christian og *Booker*, Thomas: Transaktioner i selskaber – selskabsret, regnskab og skat, Karnov Group, 1. udgave, 2014 (forkortet: »Transaktioner i selskaber«)
- *Søgaard*, Gitte og *Werlauff*, Erik: Koncernretten, Werlauff Publishing, 1. udgave, 1. oplag, 2015
- *Sørensen*, Karsten Engsig: Samarbejde mellem selskaber i EF, GEC Gads Forlag, 1993
- *Sørensen*, Karsten Engsig: Selskabsstrukturer – Joint ventures, koncerner, grænseoverskridende mobilitet og omstruktureringer, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2. udgave, 1. oplag, 2020 (forkortet »Selskabsstrukturer «)
- *Tamasauskas*, Andreas: Erhvervslivets låneoptagelse, G.E.C Gads Forlag, 1. udgave, 1. oplag, 2006
- *Vinter*, Nikolaj og *Werlauff*, Erik: Dansk og international koncernret og koncernskatteret, Forlaget Thomson A/S, 1. udgave, 1. oplag, 2005 (forkortet »Dansk og international koncernret«)
- *Werlauff*, Erik: Koncernretten: Juridiske grundprincipper for danske og internationale koncerner, GadJura, 1. udgave, 1. oplag, 1996 (forkortet: »Koncernretten«)
- *Werlauff*, Erik: Selskabsmasken, GadJura, 1991
- *Werlauff*, Erik: Selskabsret, Karnov Group, 11. udgave, 1. oplag, 2019

Artikler

- *Bang*, Niels: Aktionærlån i praksis, NTS 2004:4, s. 444
- *Bang*, Niels: Koncernlån og cash pooling efter liberaliseringen af kapitalejerlån, RR 2.2017.43
- *Bierregaard*, Jesper: Sikkerhedsstilling i koncernforhold, FDR 2015.1.22
- *Bunch*, Lars og *Christensen*, Jan Schans: Selskabets egeninteresse - navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U.2011B.1
- *Forum Europaeum Corporate Group Law: Corporate Group Law for Europe*, European Business Organization Law Review 1: 165-264, T.M.C. Asser Press and the authors, 2000.
- *Gam Madsen*, Lars Henrik og *Kristensen*, Lars Hedegaard: Forskellen mellem selskabsretlige pligter og obligationsretlige misligholdelsesbeføjelser, U.2017B.129
- *Gomard*, Bernard: Federalisme i koncernretten- e pluribus unum, U 1998B.175
- *Hommelhoff*, Peter: Protection of Minority Shareholders, Investors and Creditors in Corporate Groups: the Strengths and Weaknesses of German Corporate Group Law, European Business Organization Law Review (EBOR), Volume 2, Issue 1, 61-80, T.M.C. Asser Press and the authors, 2001 (forkortet: German Corporate Group Law)
- *Ibenfeldt*, Morten Max: Selskabets interesse i relation til tredjemands pant – en analyse af nyere retspraksis, U.2017B.192
- *Jacobsen*, Søren Vandsø og *Schmidt*, Christian Lindekilde: Cash Pooling i selskabsretlig belysning, NTS 2002:4, s. 451
- *Kristensen*, Lars Hedegaard: Den selskabsretlige tegningsret og pligten til at varetage selskabets interesse, ET.2017.210
- *Kruhl*, Martin Christian; *Børjesson*, Jan og Aarhus BSS: Kapitalejerlån, RR.2011.07.0030

- *Kure*, Henrik: Kaution og sikkerhedsstilling for koncernselskabers forpligtelser, U.2012B.139
- *Kure*, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293
- *Samuelson*, Morten: Hvem bestemmer over bestyrelsen, ET 2009.136
- *Stølen*, Liv: Konsernledelse: Gjelder det en Rozenblum-doktrine i norsk rett?, NTS 2004:4, s. 402
- *Søgaard*, Gitte: Koncerninteressens legitimitet, U.2019B.327
- *Sørensen*, Karsten Engsig: Managementkontrakter i selskabsretlig belysning, Revision & Regnskabsvæsen, 1995, nr. 12, s. 15 (forkortet »RR 1995 nr. 12«)
- *Sørensen*, Karsten Engsig: Nybrud i koncernretten, U.2017B.29
- *Takahashi*, Eiji: Market-Organization-Corporate Groups: An Economic Analysis of the Law of Corporate Groups, A B Academic Publishers, 2010 (forkortet: »Law of Corporate Groups«)
- *Werlauff*, Erik: Anmeldelse af Paul Krüger Andersens »Studier i dansk koncernret«, Juristen 1998, nr. 9, Jurist og Økonomforbundets Forlag, s. 367

Retsakter og lovforarbejder

- Aktiengesetz vom 6. September 1965. Den tyske udgave: <https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/> og den engelske udgave: https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/englisch_aktg.html#p1547. Begge er senest åbnet 27. maj 2021
- Betænkning; 2008 nr. 1498: Modernisering af selskabsretten (af Moderniseringsudvalget)
- III/1639/84-EN, udkast til det 9. selskabsdirektiv fra 1984
- Lovbekendtgørelse 2006-03-27 nr. 246 om Ændring af lov om aktieselskaber, lov om anpartsselskaber, lov om visse erhvervsdrivende virksomheder, lov om erhvervsdrivende fonde, lov om det europæiske selskab (SE-loven) og lov om Det Centrale Virksomhedsregister (Forenklinger og lettelse af administrative byrder samt ændringer som følge af reduktion af revisionspligten for visse små virksomheder m.v. (Ophævelse af blandt andet Aktieselskabslovens § 55 a)
- Lovbekendtgørelse 2019-07-23 nr. 763 om aktie- og anpartsselskaber (forkortet: »selskabsloven« eller »SL«)
- Lovbekendtgørelse 2020-01-30 nr. 85 om lån m.v. til udenlandske moderselskaber
- Lovforslag 2005-11-16 nr. 51 om Ændring af lov om aktieselskaber, lov om anpartsselskaber, lov om visse erhvervsdrivende virksomheder, lov om erhvervsdrivende fonde, lov om det europæiske selskab (SE-loven) og lov om Det Centrale Virksomhedsregister (Forenklinger og lettelse af administrative byrder samt ændringer som følge af reduktion af revisionspligten for visse små virksomheder m.v.)
- Lovforslag 2009-03-25 nr. 170 om Aktie- og anpartsselskaber (lovforslag til selskabsloven)

Domme og administrative retsakter

- Aronson v. Lewis, 473 A. 2d. 805, 812 (Del. 1984)
- Erhvervsankenævnets kendelse af 27. maj 1994, 93-6.596, Årsberetningen 1994
- Sø- og Handelsrettens dom af 7. december 2015 i sag P-52-14, forkortet SH2015.P-52-14 (forkortet »Kiwi-dommen«)
- U 1966.31 H
- U 1967.41 H
- U 1977.274 H
- U 1999.1080 V
- U 2019.1907 H

Andre kilder

- Erhvervs- og selskabsstyrelsen, Erhvervsministeriet: Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber, 2002
- European Commission – Internal Market and Services: Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, 2011
- European Model Company Act, Nordic & European Company Law Working Paper No. 16-26, 1. udgave, 2017
- KOM (2003) 284: MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN TIL RÅDET OG EUROPAPARLAMENTET om modernisering af selskabsretten og forbedret virksomhedsledelse i Den Europæiske Union - vejen frem (Handlingsplan fra Kommissionen)
- Le Club des Juristes, Report: Towards recognition of the group interest in the European Union?, Committee on Europe, 2015
- The Informal Company Law Experts Group: Report on the recognition of the interest of the group, European Commission, 2016