

Alternativer til selskabslovens regler om lovlig selvfinansiering

Alternatives to the rules of legal financial assistance in the Danish Companies Act

af RASMUS JEPSEN

Selskabsloven indeholder i § 206, stk. 1, et forbud mod, at et selskab deltager i finansieringen af køb af kapitalandele i selskabet eller dets moderselskab. Selvfinansierende dispositioner har dog siden ikrafttrædelsen af selskabsloven i 2010 været lovlige under forudsætning af, at de i loven angivne betingelser opfyldes. Det har undertiden vist sig, at disse betingelser opstiller en omfattende og usikkerhedsbehæftet procedure, som kun vanskeligt kan opfyldes i praksis. Som følge heraf undersøger denne afhandling, hvorvidt en række udvalgte selskabsretlige og formueretlige dispositioner af forskellige retlig karakter udgør reelle og anvendelige alternativer til reglerne om lovlig selvfinansiering, samt i hvilket omfang disse dispositioner begrænses af forbuddet mod selvfinansiering. Det er afhandlingens konklusion, at formuleringen »stille midler til rådighed« i selskabslovens § 206, stk. 1, afstedkommer en del uenigheder om selvfinansieringsforbuddets rækkevidde, hvorfor et målselskab ikke uden forbehold kan deltage i finansieringen af erhververens køb af kapitalandele i selskabet. Ikke desto mindre anviser afhandlingen, hvorledes et målselskab på lovlig vis kan lette erhververens finansiering af køb af kapitalandele i selskabet. I den forbindelse fremstår navnlig muligheden for efterfinansiering med selskabets egne midler som et nærliggende og sikkert alternativ til selskabslovens regler om lovlig selvfinansiering.

Indholdsfortegnelse

| | |
|---|-----------|
| 1. Indledning | 3 |
| 1.1. Præsentation af emne | 3 |
| 1.2. Afgrænsning | 4 |
| 1.3. Struktur | 4 |
| 1.4. Metode | 4 |
| 2. Selvfinansieringsforbuddet | 4 |
| 2.1. Oprindelse og udvikling | 4 |
| 2.2. Formål | 5 |
| 2.3. Indhold | 5 |
| 2.4. Tidsmæssig udstrækning | 6 |
| 2.5. Territorial udstrækning | 7 |
| 2.6. Kritik | 7 |
| 2.7. Lempelse | 8 |
| 3. Lovlig selvfinansiering | 9 |
| 3.1. Indledende | 9 |
| 3.2. Kreditvurdering | 9 |
| 3.3. Redegørelse | 10 |
| 3.3.1. Baggrunden for forslaget om selvfinansiering | 10 |
| 3.3.2. Selskabets interesse | 10 |
| 3.3.3. Betingelserne knyttet til gennemførelsen | 11 |

| | |
|--|-----------|
| 3.3.4. Selvfinansieringens konsekvenser for selskabets likviditet og solvens | 11 |
| 3.3.5. Kapitalandelens pris | 11 |
| 3.4. Generalforsamlingens godkendelse | 11 |
| 3.5. Offentliggørelse | 12 |
| 3.6. Forsvarligt inden for de frie reserver..... | 12 |
| 3.7. Sædvanlige markedsvilkår | 13 |
| 3.8. Opsummerende | 13 |
| 4. Udbytteudlodning | 14 |
| 4.1. Indledende | 14 |
| 4.2. Forudgående udlodning af udbytte | 14 |
| 4.3. Samtidig udlodning af udbytte..... | 15 |
| 4.4. Efterfølgende udlodning af udbytte | 16 |
| 4.5. Leveraged buyouts og debt push down..... | 18 |
| 4.6. Efterfinansiering contra lovlig selvfinansiering | 18 |
| 5. Fusion..... | 19 |
| 5.1. Indledende | 19 |
| 5.2. Lex specialis | 20 |
| 5.3. Efterfølgende fusion: Administrativ praksis | 22 |
| 5.4. Efterfølgende fusion: Den juridiske litteratur | 22 |
| 5.5. Fusion som alternativ til almindelig virksomhedsoverdragelse..... | 24 |
| 5.6. Sammenfattende | 25 |
| 6. Koncernlån | 25 |
| 6.1. Indledende | 25 |
| 6.2. Forbuddene..... | 26 |
| 6.3. Det tidsmæssige aspekt..... | 26 |
| 6.4. Den subjektive hensigt | 27 |
| 6.5. Den faktiske anvendelse | 28 |
| 6.6. Sammenfattende | 29 |
| 7. Cash pool | 30 |
| 7.1. Indledende | 30 |
| 7.2. Forudgående og efterfølgende deltagelse i en cash pool-ordning | 31 |
| 7.3. Den tidsmæssige sammenhæng | 32 |
| 7.4. Den økonomiske sammenhæng | 32 |
| 7.5. Cash pool-formens selvstændige betydning i relation til selvfinansieringsforbuddet | 33 |
| 7.6. Sammenfattende | 34 |
| 8. Covenants..... | 34 |
| 8.1. Indledende | 34 |
| 8.2. Affirmative og restrictive | 35 |
| 8.3. Sammenfattende | 36 |
| 9. Sammenfatning og perspektivering | 37 |
| 10. Litteraturliste..... | 38 |

1. Indledning

1.1. Præsentation af emne

Det hører til undtagelserne, at en køber af kapitalandele råder over fornøden kapital til at foretage et (større) køb af kapitalandele eller – hvor dette er tilfældet – ønsker at binde en væsentlig del af sine frie midler i målselskabet,¹ dvs. i det selskab, hvor kapitalandelene erhverves. En mulig løsning herpå er at lade købet finansiere af eksterne finansieringskilder, herunder pengeinstitutter og realkreditinstitutter. En anden mulighed er selvfinansiering, hvorefter målselskabet på én eller anden måde finansierer, at nogen erhverver selskabets kapitalandele.²

Udgangspunktet er imidlertid, at selvfinansierende dispositioner er omfattet af selskabslovens § 206, stk. 1, som foreskriver, at et kapitalselskab ikke direkte eller indirekte må stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller dets moderselskab.

Sanktionerne forbundet med overtrædelse af dette forbud er værd at bemærke ganske strenge. Således bestemmer selskabslovens § 215, stk. 1, at den, til hvem økonomisk bistand i strid med selvfinansieringsforbuddet er ydet, skal tilbageføre beløbet til selskabet. Kan tilbagebetaling ikke finde sted, indestår de personer, der har truffet aftale om eller opretholdt dispositioner i strid med selvfinansieringsforbuddet, på objektivi grundlag for det tab, som kapitalselskabet måtte blive påført, jf. selskabslovens § 215, stk. 2. Herudover udløser overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet en bøde til målselskabet, jf. selskabslovens § 367, stk. 1, samt, efter omstændighederne, et erstatningsansvar for de personer, som har medvirket til dispositionen, jf. selskabslovens § 361 og dansk rets almindelige erstatningsretlige regler.³

Forbuddet mod selvfinansiering gælder dog ikke, såfremt de i selskabslovens § 206, stk. 3, og §§ 207-209 angivne betingelser for lovlig selvfinansiering opfyldes, jf. selskabslovens § 206, stk. 2. Gennemfører selskabet derfor den proces, som de nævnte paragraffer foreskriver, er finansieringen lovlig. Ifølge Poul Krüger Andersen er der hermed tale om et eksempel på såkaldte »safe harbour-regler«⁴.

Det har imidlertid vist sig, at betingelserne for lovlig selvfinansiering opstiller en tung og usikkerhedsbæftet procedure, som gør ”havnen”, hvortil selskaberne skal navigere, mindre ”sikker”. De, som har foretaget, medvirket til eller rådgivet om den økonomiske bistand, risikerer således at blive sanktioneret, uanset at reglerne om lovlig selvfinansiering er (forsøgt) fulgt. En sådan situation kan tænkes at forekomme, hvor målselskabets efterfølgende går konkurs, idet kurator i medfør af konkurslovens § 110, stk. 1, har en naturlig interesse i at anfægte dispositionens lovlighed med henvisning til, at de i selskabslovens § 206, stk. 3, og §§ 207-209 angivne betingelser ikke er opfyldt korrekt, herunder at dispositionen ikke er i selskabets interesse eller at bistanden ikke er ydet på markedsvilkår. Resultat for erhververen af de (nu) værdiløse kapitalandele er, at denne tilpligtes at tilbagebetale den økonomiske bistand, uagtet at betingelserne er forsøgt overholdt.

Konsekvensen af betingelsernes usikre indehold, samt de dertil hørende strenge sanktioner, er, dels at muligheden for lovlig selvfinansiering ikke anvendes i det forventede omfang i praksis, dels at selskaber til stadighed afsøger alternative løsningsmodeller til selvfinansieringsreglerne.

¹ Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren, *Køb og salg af virksomheder*, 5. udgave, 2014, s. 618. Se ligeledes Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 31.

² Erik Werlauff, *Selskabsret*, 9. udgave, 2013, s. 313. Se ligeledes Henrik Steffensen, Lars Bunch, Jan-Christian Nilsen, og Thomas Booker, *Transaktioner i selskaber*, 1. udgave, 2009, s. 31.

³ Jan Schans Christensen, *Selskabsloven med kommentarer*, 1. udgave, 2012, s. 578, Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 843, samt Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 1019.

⁴ Paul Krüger Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret*, 12. udgave, 2013, s. 290.

Formålet med denne afhandling er at undersøge, hvorvidt en række udvalgte selskabsretlige og formueretlige dispositioner udgør reelle og anvendelige alternativer til lovlig selvfinansiering, samt i hvilket omfang disse dispositioner af forskellige retlige karakterer begrænses af forbuddet mod selvfinansiering.

1.2. Afgrænsning

Af hensyn til afhandlingens omfang er det selvsagt ikke muligt at behandle samtlige problemstillinger, som selvfinansieringsforbuddet aktualiserer. Således undlades eventuelle skatte-, børs-, moms- og regnskabsmæssige overvejelser. I øvrigt undlades en gennemgang af de i selskabslovens §§ 213 og 214 angivne eksplicitte undtagelser til selvfinansieringsforbuddet. Nærmere afgrænsning foretages løbende i afhandlingens øvrige afsnit.

1.3. Struktur

Afhandlingen behandler indledningsvist selvfinansieringsforbuddet i afsnit 2, idet forbuddet danner referenceramme for afhandlingens øvrige afsnit. Dernæst, med henblik på at vurdere muligheden for lovlig selvfinansiering, gennemgås de enkelte betingelser herfor kort i afsnit 3. Som følge af resultatet i afsnit 3, behandler afhandlingens afsnit 4-8 en række udvalgte selskabsretlige og formueretlige dispositioner, som muligvis/muligvis ikke er alternativer til lovlig selvfinansiering. Slutteligt sammenfattes afhandlingens resultater i afsnit 9.

1.4. Metode

Denne afhandling udarbejdes under anvendelse af den traditionelle retsdogmatiske metode, som tager udgangspunkt i beskrivelse, systematisering og analyse af gældende ret.⁵ I den forbindelse undersøges retspraksis, lovforarbejder, juridisk litteratur og administrativ praksis. Det bemærkes, at Erhvervsstyrelsens⁶ administrative praksis alene er vejledende og ikke i øvrigt normerende for domstolene.⁷

2. Selvfinansieringsforbuddet

2.1. Oprindelse og udvikling

Forbuddet mod at lade et selskab deltage i finansieringen af køb af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab blev oprindeligt foreslået indført i dansk ret af aktielovkommissionen i 1964.⁸ Kommissionen begrundede forslaget med, at sådanne lånetransaktioner ofte har givet anledning til misbrug og medført tab for kreditorer og aktionærer. Kommissionen henviste i øvrigt til, at en tilsvarende bestemmelse var indeholdt i den engelske Companies Act sect. 54. Forslaget blev imidlertid ikke vedtaget.

I 1969 blev forbuddet på ny foreslået indført i dansk ret.⁹ Aktielovudvalget henviste i den forbindelse til de af aktielovkommissionen anførte bemærkninger til 1964-forslaget, og påpegede i øvrigt, at forbuddet havde fået forøget aktualitet og betydning ved det i Boss-sagen passerede.¹⁰

Selvfinansieringsforbuddet blev herefter indført i aktieselskabslovens § 115, stk. 2, og i anpartselskabslovens § 49, stk. 2, ved lovene nr. 370 og nr. 371 af 13. juni 1973, og blev for aktieselskaber direktivbundet i 1982 i medfør af kapitaldirektivets artikel 23.¹¹

⁵ Peter Blume, *Retssystemet og Juridisk metode*, 2. udgave, 2014, s. 40.

⁶ Denne afhandling sonderer ikke mellem den tidligere Erhvervs- og selskabsstyrelse og Erhvervsstyrelsen, men omtaler derimod begge under betegnelsen »Erhvervsstyrelsen«.

⁷ Dette har Erhvervsstyrelsen tilmed selv eksplicit udtalt i sagen af 1. november 2006.

⁸ Betænkning nr. 362/1964, s. 131.

⁹ Betænkning nr. 540/1969, s. 159.

¹⁰ Uenig heri er Søren Skjærbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 49, som anfører, at Boss-sagen ikke med rette kan anføres som et illustrativt eksempel på, hvorfor der eventuelt skal være et forbud mod selvfinansiering.

I forbindelse med implementeringen af kapitaldirektivet blev ordlyden af såvel aktieselskabslovens § 115, stk. 2,¹² og anpartsselskabslovens § 49, stk. 2,¹³ ajourført i overensstemmelse med direktivets tekst, således at det fremover ligeledes blev forbudt for målselskabet at »stille midler til rådighed« for erhvervsen.

Selvfinansieringsforbuddet fremstod herefter uændret indtil vedtagelsen af selskabsloven¹⁴ i 2009, med hvilken en undtagelse til det tidligere absolutte forbud blev indført, jf. herom afsnit 3.

2.2. Formål

Selvfinansieringsforbuddet er en del af det traditionelle kapitalbeskyttelsesregime, hvis hovedformålet er at sikre, at den tegnede kapital bliver effektivt indbetalt og ikke tilbagebetales til aktionærene uden iagttagelse af særlige garantier for kreditorerne og (minoritets-)kapitalejerne.¹⁵

I tråd hermed fremgår det af moderniseringsudvalgets bemærkninger til selskabsloven, at formålet med selvfinansieringsforbuddet er, at en virksomhed ikke skal deltage i finansieringen af sin egen overtagelse til skade for selskabets kreditorer og andre interessenter.¹⁶

2.3. Indhold

Det nuværende selvfinansieringsforbud forbyder et kapital selskab direkte eller indirekte at stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab, jf. selskabslovens § 206, stk. 1.

Den juridiske litteratur antager enstemmigt, at »erhvervelse« både dækker over tegning af kapitalandele og køb af allerede udstedte kapitalandele.¹⁷ Lars Bunch og Ida Rosenberg samt Jan-Christian Nilsen begrundet dette med, at de samme hensyn gør sig gældende ved såvel køb som tegning.¹⁸

Begreberne lån og sikkerhedsstillelse er ligeledes velkendte i den juridiske terminologi og giver derfor ej heller anledning til megen diskussion.¹⁹ Lån etablerer en tilbagebetalingsforpligtelse for låntager, imens sikkerhedsstillelse medfører et latent regreskrav mod den, til hvem sikkerheden stilles for.²⁰

Begrebet stille midler til rådighed er derimod en nydannelse, som stammer fra den danske oversættelse af kapitaldirektivets artikel 23. Formuleringen afviger fra det tilsvarende engelske begreb »advance funds« og det tilsvarende tyske begreb »Vorschüsse geben«, der begge forbyder et selskab at yde forskud.²¹ Årsagen til denne inkongruens fremgår ikke af lovforarbejderne til

¹¹ Direktiv 77/91/EØF.

¹² Lov nr. 282 af 9. juni 1982.

¹³ Lov nr. 283 af 9. juni 1982. Danmark valgte på frivillig basis at overimplementere direktivet ved fortsat at lade forbuddet gælde for anpartsselskaber. Ifølge Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff skyldtes dette, at lovgiver ønskede at opretholde retsenhed for aktieselskaber og anpartsselskaber, jf. Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 990.

¹⁴ Lov nr. 470 af 12. juni 2009.

¹⁵ Se herom Paul Krüger Andersen & Karsten Engsig Sørensen, NTS 2005:3.

¹⁶ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1022.

¹⁷ Se eksempelvis Henrik Kure, U.2011B.293, s. 293, Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån & Selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 157, Jan Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 557, og Søren Skjerve, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 56.

¹⁸ Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, RR nr. 12, 2008, s. 2, og Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 750.

¹⁹ Ønskes en nuanceret redegørelse for begrebet lån, herunder en sondring mellem lån til eje og lån til brug, og sikkerhedsstillelse kan der eksempelvis henvises til Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber, 4. udgave, 2014, s. 413 ff, og Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 1. udgave, 2007, s. 36 ff.

²⁰ Anders Braad og Claus Nielsen, NTS 2001:4, s. 457.

²¹ Se Michael Serup, U1996B.72, s. 77.

1982-ændringen af aktie- og anpartsselskabslovene, som tværtimod anfører, at formuleringen er ændret for at tilvejebringe overensstemmelse med direktivets tekst.²²

Hvorledes den særegne danske formulering skal forstås, er i den juridiske litteratur genstand for en del debat. Dette skyldes ikke mindst de førnævnte lovforarbejder, som indeholder to tilsyneladende selvmodsigende elementer: Således fremgår det, dels at det gældende selvfinansieringsforbud opretholdes, dels at selvfinansieringsforbuddet i den forslåede form nu omfatter enhver finansiering af køb af aktier og anparter.

Ifølge Michael Serup kan det synes tvivlsomt, om udtrykket »stille midler til rådighed« har et selvstændigt indhold, som forbyder andre former for finansieringsmedvirken end långivning og sikkerhedsstillelse. Det forekommer ifølge forfatteren i stedet velbegrundet at antage, at formuleringen skal fortolkes som et forbud mod, at selskabet »yder forskud«.²³

Til støtte for en sådan indskrænkende fortolkning af forbuddet henvises²⁴ til sagen U 1999.1429 V, hvor landsretten fortolker selvfinansieringsforbuddet i overensstemmelse med direktivets artikel 23, og følgelig udtaler, at ikke enhver efterfølgende disposition er i strid med selvfinansieringsforbuddet.

I modsætning hertil plæderer Lars Bunch og Ida Rosenberg samt Jan-Christian Nilsen for, at forbuddet undergives en udvidet fortolkning, således at begrebet stille midler til rådighed omfatter andre typer begunstigelser end egentlige lån og sikkerhedsstillelse.²⁵ Forfatterne henviser i den forbindelse til U 1997.444 H (konsulentdommen), hvor højesteret finder en konsulentaftale i strid med selvfinansieringsforbuddet, idet aftalen medfører, at køber får stillet midler til rådighed for betaling af købesummen af aktierne.²⁶

På baggrund af overstående må det konkluderes, at retstilstanden fortsat er uklar.²⁷ Undergives forbuddet således en ordlydsfortolkning, er anvendelsesområdet bredt. Undergives forbuddet omvendt en EU-konform fortolkning, er anvendelsesområdet snævrere. Den endelig afklaring af formuleringens præcise rækkevidde må derfor afvente EF-domstolens afgørelse.²⁸

2.4. Tidsmæssig udstrækning

Som nævnt ovenfor følger det af selskabslovens § 206, stk. 1, at økonomisk bistand ikke må ydes for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet. Formuleringen antyder umiddelbart, at bistand ydet efter erhvervelsen ikke omfattes af selvfinansieringsforbuddet.

Jacob Lund-Andersen anfører dog, at der ikke synes at være en tidsmæssig udstrækning på reglernes anvendelse, så længe forbindelseskravet er opfyldt.²⁹ I samme retning anfører Jan Schans

²² Lovforslag med betænkninger mv., 1982-04-28 nr 119.

²³ Michael Serup, U1996B.72, s. 73 og 77.

²⁴ Se Erik Werlauff, U.2001B.381, s. 381, Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber, 4. udgave, 2014, s. 424, Søren Friis Hansen og Karsten Engsig Sørensen, NTS 2002:3, s. 357, samt Anders Braad og Claus Nielsen, NTS 2001:4, s. 460.

²⁵ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 752, og Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, R&R nr. 12, 2008, s.3.

²⁶ Se i øvrigt Anders Braad og Claus Nielsen, NTS 2001:4, s. 459. Omvendt Martins Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, som mener, at sagen bedre kunne subsumeres under selskabslovens § 194 om maskeret udbytte, jf. Kapitallejerlån & Selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 46. Se i øvrigt U 2000.2003 H, hvor højesteret henviser til, at det i forarbejderne udtrykkeligt fremgår, at forbuddet omfatter enhver finansiering af køb af aktier eller anparter. Det bemærkes dog, at sagen omhandlede et anpartsselskab, som ikke er direktivstyret.

²⁷ Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel, Dansk selskabsret 2, 4. udgave, 2014, s. 311, note 38.

²⁸ Søren Skjerve, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 177.

²⁹ Jacob Lund-Andersen, U 2012B.119, note 1.

Christensen, at det ikke er udslagsgivende, om lånet optages før eller efter erhvervelsen, så længe det har været en del af den samlede finansieringsplan for erhvervelsen af kapitalandelen.³⁰

Ej heller i Erhvervsstyrelsens administrative praksis er det tidsmæssige aspekt afgørende, jf. nærmere herom i afhandlingens øvrige afsnit.

Det kan følgelig konkluderes, at selvfinansieringsforbuddet gælder både før og efter tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet.³¹

2.5. Territorial udstrækning

Hvorvidt selvfinansieringsforbuddet gælder for udenlandske moderselskaber og udenlandske datterselskaber er omdiskuteret.³²

Forarbejderne til selskabsloven angiver eksplicit, at loven alene regulerer danske selskaber, hvorfor udenlandske moderselskaber som udgangspunkt ikke er omfattet.³³ Ikke desto mindre antager såvel Lars Bunch og Ida Rosenberg som Jan Schans Christensen,³⁴ at bekendtgørelse nr. 275 af 25. marts 2010, som er udstedt med hjemmel i selskabslovens § 211, stk. 2, tillige er styrende for, hvilke moderselskaber selskabslovens § 206, stk. 1, omfatter. I modsætning hertil antager Nils Kjellegaard Jensen, at før nævnte bekendtgørelse alene omfatter koncernlån og derfor ikke gælder i relation til, hvad der er et moderselskab i selskabslovens § 206, stk. 1's forstand.³⁵

For så vidt angår udenlandske datterselskaber, er det Erhvervsstyrelsens opfattelse, at et dansk moderselskab har pligt til at anvende sin bestemmende indflydelse over datterselskabet til at sikre, at der ikke foretages dispositioner i strid med selvfinansieringsforbuddet.³⁶ Hertil udtaler Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, at en sådan ekstraterritorial anvendelse af det danske forbud mod selvfinansiering er uden hjemmel.³⁷ Med samme skepsis anfører Jacob Høeg Madsen, at vurderingen af hvorvidt et udenlandsk datterselskab bør være berettiget til at medvirke til at finansiere erhvervelse af aktier i et dansk moderselskab, bedst varetages af lovgiver i det land, hvor det pågældende datterselskab er hjemmehørende.³⁸

Det kan på baggrund af overstående konkluderes, at der hersker en vis uoverensstemmelse mellem visse dele af den juridiske teori og Erhvervsstyrelsens praksis.³⁹

2.6. Kritik

I såvel dansk som international sammenhæng har kapitaldirektivet, herunder selvfinansieringsforbuddet, været udsat for omfattende kritik.

Således beskylder Mette Neville det danske selvfinansieringsforbud for at udgøre ”en rigid spændetrøje”, som ikke fungerer efter hensigten.⁴⁰ På linje hermed mener Jan Schans Christen-

³⁰ Jan Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, 4. udgave, 2014, s. 423.

³¹ Henrik Kure, U.2011B.293, s. 300.

³² Se f.eks. Jacob Høeg Madsen, NTS 2006:3, s. 78 ff, Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 177 ff, Nils Kjellegaard Jensen, *Selskabsretlig håndbog*, 2. udgave, 2010, s. 217 ff, Søren Skjærbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 159 ff, Jan Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, 4. udgave, 2014, s. 412 og Søren Friis Hansen og Karsten Engsig Sørensen, NTS 2002:3, s. 370 ff.

³³ Betænkning nr. 1498/2008, s. 744.

³⁴ Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 787, og Jan Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, 4. udgave, 2014, s. 412.

³⁵ Nils Kjellegaard Jensen, *Selskabsretlig håndbog*, 2. udgave, 2010, s. 220.

³⁶ Jf. Erhvervsstyrelsens udtalelser af 30. august 2001, 30. oktober 2002 og 16. april 2013.

³⁷ Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 992.

³⁸ Jacob Høeg Madsen, NTS 2006:3, s. 85.

³⁹ For en mere detaljeret gennemgang selvfinansieringsforbuddets territoriale virkning, henvises til litteraturen gengivet i overstående fodnoter.

⁴⁰ Mette Neville, NTS 2008:4, s. 101.

sen, at selvfinansieringsforbuddet til tider udgør en unødvendig hindring for risikofrie virksomhedsoverdragelser.⁴¹

Den øvrige danske kritik angår i vidt omfang den førnævnte sproglige diskrepans jf. afsnit 2.3, hvortil der henvises.

I international sammenhæng udtrykkes kritikken af blandt andre Eilís Ferran og Look Chan Ho: ”A further criticism of financial assistance law is that it often fails to achieve its goals [...]”⁴² Herudover anfører John Lowry: “There is a consensus of opinion that the prohibition is drawn far too widely and, as a consequence, it renders unlawful what would otherwise be harmless and profitable commercial transactions for companies.”⁴³

2.7. Lempelse

På baggrund af stigende kritik og erkendelse af, at EU-harmonisering i detaljer ikke var vejen frem, tog EU-kommissionen i 1996 initiativ til at igangsætte det såkaldte SLIM projekt (Simpler Legislation for the Internal Market),⁴⁴ som havde til formål at forenkle reglerne i 1. og 2. selskabsdirektiv.⁴⁵ I 1999 fremlagde ekspertgruppen sin rapport⁴⁶, hvori blandt andet selvfinansieringsforbuddet blev foreslået mindsket til et minimum.⁴⁷

Efterfølgende nedsatte EU-kommissionen i 2001 arbejdsgruppen ”High Level Group of Company Law Experts”, som fik til opgave at fremkomme med konkrete forslag til en modernisering af selskabsretten.⁴⁸ I relation til selvfinansieringsforbuddet anbefalede gruppen i 2002, at forbuddet skulle begrænses til selskabets frie reserver.⁴⁹

EU-kommissionen medtog herefter anbefalingen i dets handlingsplan⁵⁰ og udarbejde på baggrund heraf et forslag til ændring af 2. selskabsdirektiv,⁵¹ som med visse modifikationer udmundede i Direktiv 2006/68/EF.

For dansk rets vedkommende nedsatte økonomi- og erhvervsministeren i 2006 et udvalg, som fik til opgave at se på den gældende selskabslovgivning med henblik på modernisering. Regeringen ønskede en enkel, klar og effektiv erhvervslovgivning, således at Danmark kunne blive et af verdens mest konkurrencedygtige samfund.⁵²

Udvalget udtalte i dets betænkning af 2008, at det hidtidige direktivforbud var for ufleksibelt i relation til finansiering af virksomhedsopkøb, hvorfor det efter udvalgets opfattelse ville være til gavn for dansk erhvervsliv at udnytte de med direktiv 2006/68/EF nyskabte muligheder for lovlig selvfinansiering.⁵³

⁴¹ Jan Schans Christensen, *Contested Takeovers*, 1991, s. 251.

⁴² Eilís Ferran og Look Chan Ho, *Principles of Corporate Financial Law*, Second Edition, 2014, s. 238.

⁴³ John Lowry, *The Prohibition against Financial Assistance, Constructing a Rational Response*, i Prentice, Dan & Reisberg, Arad (red.), *Corporate Finance Law in the UK and EU*, 1. udgave, 2011, s. 5.

⁴⁴ Paul Krüger Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret*, 12. udgave, 2013, s. 77.

⁴⁵ Søren Skjerve, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 180.

⁴⁶ *Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives*.

⁴⁷ Eddy Wymeersch, *NTS 2000:2*, s. 132.

⁴⁸ Søren Skjerve, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 182.

⁴⁹ *Report of The High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruxelles, 4. november 2002, s. 85.

⁵⁰ Paul Krüger Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret*, 12. udgave, 2013, s. 77, note 28, og Meddelelse fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet, KOM(2003)284.

⁵¹ Meddelelse fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet, KOM(2004)730.

⁵² Betænkning nr. 1498/2008, s. 15.

⁵³ Betænkning nr. 1498/2008, s. 518 og 1022.

Folketinget fulgte i det store hele udvalgets anbefalinger og vedtog som følge heraf selskabslovens § 206, stk. 3, og §§ 207-209 om lovlig selvfinansiering, jf. herom umiddelbart nedenfor i afsnit 3.

3. Lovlig selvfinansiering

3.1. Indledende

Selskabsloven viderefører som udgangspunkt aktie- og anpartsselskabslovenes forbud mod selvfinansiering, jf. lovens § 206, stk. 1. Til forskel fra tidligere indeholder selskabsloven dog i § 206, stk. 2, en undtagelse til selvfinansieringsforbuddet, hvorefter et kapitalsselskab, under de i selskabslovens § 206, stk. 3, og §§ 207-209 opregnede kumulative betingelser, kan yde økonomisk bistand for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet.

Forarbejderne til selskabsloven anfører, at reglerne om lovlig selvfinansiering skaber en hensigtsmæssig balance mellem øget fleksibilitet på den ene side og kreditor- og minoritetsbeskyttelse på den anden.⁵⁴

Hvorvidt dette de facto er tilfældet, er dog i den juridiske litteratur til diskussion. Således anfører Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, at reglerne om lovlig selvfinansiering blot opstiller en række yderligere og for erhvervslivet byrdefulde vilkår.⁵⁵ I samme retning udtaler Henrik Kure, at whitewash-proceduren⁵⁶ i sig selv er ressourcekrævende, og at betingelserne er vanskelige at opfylde i praksis.⁵⁷ Omvendt anfører Erik Werlauff, at betingelserne næppe er vanskelige at opfylde i praksis, hvorfor det i mange tilfælde snarere vil blive den praktiske hovedregel, at det er selskabet selv, der kommer til at finansiere sin egen overtagelse.⁵⁸

Med udgangspunkt i en kort gennemgang af de enkelte betingelser vil reglerne om lovlig selvfinansiering i det følgende blive efterprøvet.

3.2. Kreditvurdering

Selskabslovens § 206, stk. 3, bestemmer, at det påhviler det centrale ledelsesorgan at foretage en individuel kreditvurdering af den kreds, der modtager selskabets økonomiske bistand.

Ifølge forarbejderne til selskabsloven skal kreditvurderingen bidrage til at afdække, om en eventuel økonomisk bistand sker på et økonomisk forsvarligt grundlag med passende hensyn til selskabets generelle interesser og samlede forpligtelser. Midlerne bør således kun stilles til rådighed, hvis det forventes, at også en professionel långiver vil være villig hertil.⁵⁹

Henrik Steffensen mfl., mener dog ikke, at dette i alle tilfælde kan gøre sig gældende, eftersom banken kreditvurderer kunderne efter mere generelle kriterier, mens det centrale ledelsesorgan i et selskab typisk vil have bedre information til at foretage en individuel kreditvurdering.⁶⁰ I

⁵⁴ Betænkning nr. 1498/2008, s. 519. Se ligeledes Henrik Kure, U.2011B.293, s. 295.

⁵⁵ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 199.

⁵⁶ Begrebet »whitewash-proceduren« stammer fra den engelske Companies Act 1985, sect. 155, og benyttes af Henrik Kure i U.2011B.293, s. 293 som betegnelse for selve den proces, som et selskab skal gennemføre for at overholde betingelserne om lovlig selvfinansiering.

⁵⁷ Henrik Kure, U.2011B.293, s. 301. Se i samme retning Søren Høgh Thomsen & Martin Christian Kruhl, NTS 2011:3, s. 59, Nicholas Lerche-Gredal og Niels Bang, INSPI nr. 4, 2011, og Søren Skjærbek, *selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 193.

⁵⁸ Erik Werlauff, *Selskabsret*, 9. udgave, 2013, s. 317. Ligeledes John Svensson og Mathias Krarup, NTS 2010:2.

⁵⁹ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1023-1024.

⁶⁰ Henrik Steffensen, Lars Bunch, Jan-Christian Nilsen og Thomas Booker, *Transaktioner i selskaber*, 1. udgave, 2014, s. 417.

samme retning anfører Frederik von Barnekow, at såfremt dette er meningen, overflødiggøres bestemmelserne om at yde økonomisk bistand, idet bistanden bindes op på eventuelle banklån.⁶¹

Hvorledes kreditvurderingen mere specifikt skal udarbejdes, fremgår dog hverken af loven eller forarbejderne hertil. Det er således op til det centrale ledelsesorgan konkret vurdere, hvilke oplysninger, der er nødvendige, samt om der er brug for ekstern rådgivning fra eksempelvis en revisor eller advokat.⁶²

3.3. Redegørelse

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

3.3.1. Baggrunden for forslaget om selvfinansiering

Til brug for generalforsamlingen godkendelse skal redegørelsen først og fremmest indeholde en beskrivelse af baggrunden for forslaget om økonomisk bistand. Ifølge Henrik Kure forekommer en sådan beskrivelse som en naturlig introduktion til redegørelsen og som forklaring på, hvem der har taget initiativ hertil, på hvilken baggrund og med hvilket formål.⁶³

3.3.2. Selskabets interesse

Dernæst skal redegørelsen angive selskabets interesse i den påtænkte selvfinansiering. Der findes dog ikke i dansk selskabslovgivning bestemmelser som direkte fastslår, hvad der skal forstås ved et kapital-selskabs »interesse«. ⁶⁴ Som følge heraf defineres begrebet på forskellig vis i den juridiske litteratur. ⁶⁵ Erik Werlauff gør eksempelvis gældende, at der eksisterer en indbyrdes rangfølge de forskellige interessesubjekter imellem, ⁶⁶ hvorimod Thorbjørn Sofsrud anfører, at der ikke består flere interesser, idet selskabets interesse betegner interessen hos det økonomiske residualssubjekt i selskabet, dvs. den eller de personer, der ved selskabets opløsning får udbetalt selskabets nettoformue. ⁶⁷

I den juridiske teori er det i øvrigt til diskussion, om selvfinansiering overhovedet kan være i selskabets interesse. Således påpeger Henrik Kure, at interessen i at modtage finansieringen næsten altid vil være dominerende over for interessen i at yde den. ⁶⁸ Ligeledes anfører Frederik

⁶¹ Frederik von Barnekow, R&R nr. 7, 2009. Se ligeledes Nicholas Lerche-Gredal og Niels Bang i INSPI, nr. 4, 2011, som udtaler, at der ikke kan stilles krav om, at en bank har givet konkret tilsagn om lån.

⁶² Betænkning nr. 1498/2008, s. 1023-1024. John Svensson og Mathias Krarup påpeger på s. 101 i NTS 2010:2, at det næppe vil styrke kreditvurderingens pålidelighed, at denne er udarbejdet af selskabets egen økonomiafdeling. I relation hertil udtaler Jan Schans Christensen på s. 562 i Selskabsloven med kommentarer, at brug af sagkyndige rådgivere er nærliggende i situationer, hvor det er forbundet med vanskeligheder at afgøre, om en potentiel modtager af økonomisk støtte besidder den fornødne økonomiske soliditet.

⁶³ Henrik Kure, U.2011B.293, s. 295.

⁶⁴ Lars Bunch og Jan Schans Christensen, U.2011B.1, s. 1.

⁶⁵ Se eksempelvis Paul Krüger Andersen, Aktie- og anpartsselskabsret, 12. udgave, 2013, s. 292, Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån & Selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 193, Frederik von Barnekow, R&R nr. 7, 2009, s. 66, Henrik Kure, U.2011B.293, s. 296, Jan Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 563, Erik Werlauff, Selskabsmasken, 1991, s. 518 og Henrik Steffensen, Lars Bunch, Jan-Christian Nilsen og Thomas Booker, Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 419 ff.

⁶⁶ Primært selskabsdeltagerne, sekundært selskabskreditorerne og tertiært medarbejderne, øvrige medkontrahenter og samfundet, jf. Erik Werlauff, Selskabsmasken, 1991, s. 518.

⁶⁷ Dette er normalt kapitalejerne, men er dog kreditorerne i tilfælde af konkurs, jf. Thorbjørn Sofsrud, Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1. udgave, 1999, s. 236 og 259. I overensstemmelse hermed er udtaler Lars Bunch og Jan Schans Christensen på s. 3 i U 2011B.1, at kreditorernes kollektive interesse i insolvenstilfælde fortrænger kapital-ejernes tilsvarende interesse.

⁶⁸ Henrik Kure, U.2011B.293, s. 297.

von Barnekow, at en udlodning sjældent er i selskabets interesse, da selskabet herved likviditetsmæssigt slankes.⁶⁹

Ifølge Jan Schans Christensen er selvfinansiering dog i selskabets interesse, hvor dispositionen er motiveret af et ønske om at udvide selskabets ejerkræds med en kapitalejer, som besidder en særlig know-how eller teknologi, som selskabet kan drage fordel af.⁷⁰ Henrik Steffensen mfl. anfører endvidere, at det kan være i selskabets interesse at medvirke til, at en kapitalejer købes ud af ejerkrædsen, såfremt denne har hindret selskabets udvikling eller har nået en alder, hvor det ikke længere er ønskeligt at have vedkommende i ejerkrædsen.⁷¹

Bortset fra sådanne særlige tilfælde er det dog ikke er givet, hvad der ligger i begrebet selskabets interesse. Ifølge Søren Høgh Thomsen og Martin Christian Kruhl bør selskabets mulighed for at bidrage med økonomisk bistand imidlertid ikke »strande« på denne betingelse, såfremt de øvrige betingelser i selskabslovens § 206, stk. 3, og §§ 207-209 er opfyldt.⁷²

3.3.3. *Betingelserne knyttet til gennemførelsen*

Hvorvidt betingelserne for »gennemførelsen« relaterer sig til gennemførelsen af selvfinansieringen eller til gennemførelsen af tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet, er uklart, idet hverken selskabsloven eller dens forarbejder yder nogen vejledning herom. Ikke desto mindre konkluderer Henrik Kure, at det formentlig er betingelserne for selvfinansieringen, der skal medtages i redegørelsen, om end en beskrivelse af betingelserne for erhvervelsen tillige forekommer naturlig.⁷³

3.3.4. *Selvfinansieringens konsekvenser for selskabets likviditet og solvens*

Yderligere skal redegørelsen indeholde en vurdering af de konsekvenser, som dispositionen medfører for selskabets likviditet og solvens. Ifølge Erik Werlauff mfl. følger det af denne bestemmelse, at ledelsen skal foretage en omfattende analyse af selskabets forhold med henblik på at fastslå, om den pågældende finansiering er inden for selskabets økonomiske rammer.⁷⁴ Herved sikres det ifølge Søren Skjerve, at selskabet alene yder finansiel støtte i det omfang, det er hensigtsmæssigt.⁷⁵

3.3.5. *Kapitalandelens pris*

Slutteligt skal redegørelsen oplyse prisen, som tredjemand skal betale for kapitalandelene. Sammenholdes denne betingelse med kravet om offentliggørelse, jf. herom i afsnit 3.5, er resultatet, at det ikke er muligt at holde købsprisen fortrolig. Ifølge Henrik Kure vil dette formentlig afholde mange selskaber fra at anvende reglerne om lovlig selvfinansiering.⁷⁶

3.4. **Generalforsamlingens godkendelse**

På baggrund af redegørelsen udarbejdet af det centrale ledelsesorgan træffer generalforsamlingen beslutning om godkendelse af selvfinansieringen med dobbelt 2/3 flertal, jf. selskabslovens § 207, stk. 2. Generalforsamlingen kan ikke på forhånd bemyndige det centrale ledelsesorgan til at træffe beslutning herom.⁷⁷

⁶⁹ Frederik von Barnekow, R&R nr. 7, 2009.

⁷⁰ Jan Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 563.

⁷¹ Henrik Steffensen, Lars Bunch, Jan-Christian Nilsen og Thomas Booker, Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 421-422.

⁷² Søren Høgh Thomsen & Martin Christian Kruhl, NTS 2011:3, s. 57.

⁷³ Henrik Kure, U.2011B.293, s. 297.

⁷⁴ Erik Werlauff, Luise Guldbæk Larsen & Dorte Riskjær Larsen, Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøbsmuligheder og faldgruber, 1. udgave, 2010, s. 52.

⁷⁵ Søren Skjerve, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 190.

⁷⁶ Henrik Kure, U.2011B.293, s. 297 og 301.

⁷⁷ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1024.

Hvorvidt dette vedtagelseskrav er til skade for minoritets- eller majoritetskapitalejerne, er der uenighed om i den juridiske litteratur. Således anfører Christian Lundgren og Jacob Høeg Madsen, at selskabets minoritetskapitalejere indrømmes en vidtgående beføjelse, idet minoritetskapitalejere, der repræsenterer mere end 1/3 af de afgivne stemmer såvel som den på generalforsamlingen repræsenterede del af selskabskapitalen, reelt kan blokere for majoritetskapitalejernes aktie- eller anpartsoverdragelse.⁷⁸ Omvendt anføres det af Frederik von Barnekow, at vedtagelseskravet medfører en risiko for, at selvfinansieringen gennemføres uden samtykke fra en stor del af kapitalejerne, hvilket er problematisk, da minoritetskapitalejerne ikke kompenseres for den øgede risiko, som selskabet udsættes for.⁷⁹

Det er i den forbindelse værd at bemærke, at såvel selskabslovens § 45 som selskabslovens § 108 skal respekteres, hvilket indebærer, at de kapitalejere, der stilles ringere ved selvfinansieringen, skal samtykke hertil, samt at der ikke må træffes en beslutning, som åbenbart er egnet til skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller selskabets bekostning.⁸⁰

3.5. Offentliggørelse

Redegørelsen skal offentliggøres i Erhvervsstyrelsens it-system eller være modtaget i Erhvervsstyrelsens med henblik på offentliggørelse senest 2 uger efter generalforsamlingens godkendelse, jf. selskabslovens § 207, stk. 3.

Offentliggørelsen af redegørelsen medvirker til, at såvel kapitalejerne som kreditorerne bedre kan vurdere de konsekvenser, som selvfinansieringen medfører.⁸¹ Herudover medfører offentliggørelsen, som ovenfor nævnt, at prisen på kapitalandelene ikke kan holdes hemmelig.

3.6. Forsvarligt inden for de frie reserver

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

I den juridiske teori er det almindeligt antaget, at denne forsvarlighedsvurdering er et udslag af ledelsens generelle pligt til at handle forsvarligt, samt at vurderingen - trods formuleringen »på intet tidspunkt« - skal foretages på det tidspunkt, hvor selvfinansieringen ydes.⁸²

Selskabslovens § 208, 3. pkt., oplyser desuden, at et selskab maksimalt må yde økonomisk bistand med et beløb svarende til, hvad der kan udloddes som ordinært udbytte i medfør af selskabslovens § 180, stk. 2.

Som følge heraf mener forarbejderne til selskabsloven ikke, at lovlig selvfinansiering forøger kreditorernes risiko, idet de pågældende frie reserver i øvrigt ville kunne udloddes i udbytte.⁸³ Samme holdning udtrykkes af Jan Schans Christensen, som udtaler, at kreditorerne i forvejen må påregne, at selskabets frie reserver ligger ”løst i selskabets lomme”.⁸⁴

⁷⁸ Christian Lundgren og Jacob Høeg Madsen, ET 2010.171, s. 4.

⁷⁹ Frederik von Barnekow, R&R nr. 7, 2009.

⁸⁰ Henrik Kure, U.2011B.293, s. 298. Se ligeledes Jan Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 563, samt Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 994.

⁸¹ Jan Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 564.

⁸² Se eksempelvis Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 999, og Jan Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 564.

⁸³ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1022.

⁸⁴ Jan Schans Christensen, R&R nr. 1 2009.

Det er dog i sidste ende en helhedsvurdering af selskabets økonomiske råderum, som er afgørende for, om den påtænkte økonomiske bistand forsvarligt kan ydes.⁸⁵

3.7. Sædvanlige markedsvilkår

Yder et selskab økonomisk bistand for tredjemands erhvervelse eller tegning af kapitalandele i selskabet, skal bistanden ske på sædvanlige markedsvilkår, jf. selskabslovens § 209.

Ifølge forarbejderne til selskabsloven er baggrunden herfor, at selskabets midler ikke skal stilles til rådighed for tredjemand på vilkår, der forfordeler visse eksisterende kapitalejere, eller på urimelig vis forringer kreditorernes stilling.⁸⁶

Spørgsmålet er blot, hvad der ligger i, at den økonomiske bistand skal ydes på »sædvanlige markedsvilkår«, idet hverken loven eller dens forarbejder yder megen vejledning herom.

Således udtaler forarbejderne alene, at der ved sædvanlige markedsvilkår ikke kun forstås markedsrenten, men eksempelvis også lånets løbetid, sikkerhedsstillelse og kreditvurdering.⁸⁷ Forarbejder angiver imidlertid ikke, med hvilken målestok vurderingen af disse vilkår skal foretages.

I den juidiske litteratur er der følgelig forskellige bud herpå. Således henviser Niels Bang og Nicholas Lerche-Gredal til, at den økonomiske bistand skal ydes på samme vilkår, som en uafhængig kreditor ville tilbyde.⁸⁸ Omvendt mener Henrik Kure ikke, at målstokken er de vilkår, som tredjemand kan opnå i et pengeinstitut, eftersom køber da lige så godt kan optage finansieringen heri som i selskabet. Forfatteren antager i stedet, at kravet om sædvanlige markedsvilkår medfører, at selskabet skal have en modydelse, som nogenlunde modsvarer værdien af den ydede finansiering.⁸⁹ På linje hermed anfører Henrik Steffensen mfl., at princippet i udlånsreglen er, at selskabet ikke skal stilles ringere af udlånet – tværtimod skal de have en ”normalindtjening”, som skal modsvare den risiko, der er på udlånet.⁹⁰

En tredje mulighed er, som advokeret for af John Svensson og Mathias Krarup, at fortolke »sædvanlige markedsvilkår« i overensstemmelse med det skatteretlige armlængdeprincip, jf. ligningslovens § 2. På denne baggrund skal såvel renten, lånets løbetid som aktiekursen, være sædvanlige, for at opfylde lovens krav.⁹¹

Det er imidlertid ikke muligt at fremkomme med et endeligt svar på, efter hvilken målstok vilkårene i en selvfinansieringsmæssig sammenhæng skal vurderes. Det centrale ledelsesorgan må derfor foretage en konkret vurdering, hvor blandt andet selskabets interesse samt bistandsmodtagerens kreditværdighed medtages.

3.8. Opsummerende

Usikkerheden forbundet med opfyldelsen af de i medfør af selskabsloven § 206, stk. 2, og selskabslovens §§ 207-209, opstillede betingelser, illustreret af gennemgangen ovenfor, forekommer uhensigtsmæssig og uoverensstemmende med regerings ønske om en enkel, klar og effektiv erhvervslovgivning.⁹² Sammenholdes dette med, at de enkelte medlemmer af ledelsen indestår

⁸⁵ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1025.

⁸⁶ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1025.

⁸⁷ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1025-1026.

⁸⁸ Nicholas Lerche-Gredal og Niels Bang, INSPI nr. 4, 2011. Dette er i overensstemmelse med Økonomi- og erhvervsministeriets besvarelse af spørgsmål 4 ad L 10 og L 171 stillet af erhvervsudvalget.

⁸⁹ Henrik Kure, U.2011B.293, s. 299.

⁹⁰ Henrik Steffensen, Lars Bunch, Jan-Christian Nilsen og Thomas Booker, Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 418.

⁹¹ John Svensson og Mathias Krarup, NTS 2010:2, s. 98-99. For yderligere information om det skatteretlige armlængdeprincip henvises til Jan Pedersen mfl., Skatteretten 2, s. 395.

⁹² Betænkning nr. 1498/2008, s. 15.

personligt for selvfinansieringsdispositionens lovlighed, jf. selskabslovens § 215, stk. 2., er det svært at være enig med Mette Neville mfl, som anfører, at ”[...] *der med denne lovliggørelse er skabt et frihedshav af muligheder, som i længden vil overskylle og til sidst opsluge den forbuds-ø, som det mærkværdigvis opretholdte forbud mod traditionelle aktionærlån mv. udgør.*”⁹³

Det kan derimod tiltrædes, når Poul Krüger Andersen udtaler, at anvendelsen af reglerne om selvfinansiering vil afhænge af, hvorledes reglerne i praksis administreres.⁹⁴ Stilles der således strenge krav til betingelsernes opfyldelse, vil reglerne om lovlig selvfinansiering fremstå som en mindre attraktiv finansieringsmulighed.

Spørgsmålet, som vil blive belyst i afhandlingens følgende afsnit, er derfor, om ikke andre og mere velkendte alternativer, såsom udlodning af udbytte, koncernlån mv., fortsat er at foretrække frem for reglerne om lovlig selvfinansiering.

4. Udbytteudlodning

4.1. Indledende

Selskabsloven opstiller i § 179, stk. 1, nr. 1-4, fire muligheder, hvorefter selskabets kapital kan uddeles til kapitalejerne. To af disse muligheder angår udbytteudlodning, nemlig ordinær og ekstraordinær, én mulighed angår udlodning i forbindelse med kapitalnedsættelse, og en sidste mulighed angår udlodning i forbindelse med selskabets opløsning. Fælles for alle situationerne er, at selskabets kapital definitivt forlader selskabet, og at uddelingen derfor er underlagt en række regler, der beskytter kreditorernes og kapitalejernes interesser⁹⁵.

I sammenhæng med selvfinansieringsforbuddet er spørgsmålet, om lovlig kapitalafgang begrænses af selskabslovens § 206, stk. 1, der ikke alene forbyder udlån og sikkerhedsstillelse, men tilmed forbyder, at selskabet stiller midler til rådighed.⁹⁶

Med særlig fokus på reglerne om udlodning af udbytte, vil selvfinansieringsforbuddet i det følgende blive behandlet nærmere. Udlodning i forbindelse med kapitalnedsættelse og likvidation vil ikke blive behandlet særskilt, da retstillingen for disse situationer er sammenlignelig med retsstillingen for udlodning af udbytte.

4.2. Forudgående udlodning af udbytte

Det har i den juridiske teori været diskuteret⁹⁷, om et målselskab, ved forudgående udbetaling af udbytte til dets kapitalejere, overtræder forbuddet mod at yde indirekte bistand, eftersom en forudgående udbyttebetaling reducerer selskabets egenkapital og derved gør det billigere for en potentiel køber at erhverve selskabet.

Forholdet omtales ikke direkte i forarbejderne til selskabslovens regler om udbyttebetaling eller selvfinansiering, men Erhvervs- og Økonomiministeriet fremhæver i lovmotiverne til lovforslag nr. 125, 2004, at reglerne om udbetaling af ekstraordinært udbytte vil kunne lette finansieringen af en aktieoverdragelse. Såvel Nils Kjellegaard Jensen som Anders Nyboe Andersen og Morten Melander fortolker lovmotiverne derhen, at forudgående udbetaling af udbytte ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet⁹⁸. Søren Skjerbek anfører i tråd hermed, at det synes svært at

⁹³ Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen (Red.), Den nye selskabslov, 1. udgave, 2009, s. 297.

⁹⁴ Paul Krüger Andersen, Aktie- og anpartsselskabsret, 12. udgave, 2013, s. 291.

⁹⁵ Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber, 4. udgave, 2014, s. 425.

⁹⁶ Om begrebet ”stille midler til rådighed” henvises til afsnit 2.

⁹⁷ Se bl.a. Søren Skjerbek, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 104 ff, Nils Kjellegaard Jensen, Selskabsretlig håndbog, 2. udgave, 2010, s. 202 ff, og Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 1. udgave, 2007, s. 46 ff.

⁹⁸ Nils Kjellegaard Jensen, 2. udgave, 2010, s. 203 og Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 1. udgave, 2007, s. 48.

argumentere for, at forudgående udbetaling af udbytte skulle være i strid med selvfinansieringsforbuddet⁹⁹. Ligeledes Lars Bunch og Ida Rosenberg, der ej heller mener, at der er noget til hinder for, at et selskab umiddelbart inden overdragelsen udbetaler udbytte til sælgeren.¹⁰⁰

Herefter og idet der hverken er administrativpraksis eller retspraksis gående på det modsatte, kan det konkluderes, at forudgående udlodning af udbytte ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet.

4.3. Samtidig udlodning af udbytte

Med »samtidig« forstår, at udlodning af udbytte sker samtidig med overdragelse af kapitalandele.¹⁰¹ Dette scenarie var aktuelt i sagen Tfs 2004.623 Ø, hvor landsretten statuerede, at der forelå ulovlig selvfinansiering. Begrundelsen var, at der forelå »fuldstændig samtidighed« mellem købesummens overdragelse og udbytteudlodningen.

Dommens resultat er i retslitteraturen blevet kritiseret og anfægtet som værende direkte forkert.¹⁰² Erik Werlauff anfører således, at landsretten har fejlfortolket hans artikel U 2001B.381, når det af præmisserne fremgår, at der ikke er *”tale om en i forhold til købesummen erlægelse efterfølgende finansiering af denne”*. Det er ifølge forfatteren ikke tidselementet i begrebet efterfinansiering,¹⁰³ der er afgørende, men derimod om udlodning sker i overensstemmelse med selskabslovens kapitalbeskyttelsesregler.¹⁰⁴

Landsrettens egne præmisser er da også til dels selvmodsigende, når de – lige inden konklusionen om selvfinansiering – angiver, at der er tale om *”en lovlig udlodning af udbytte”*. Som anført af Søren Skjerbek, er det svært at følge præmissen om, at udbytte, der udgør (ulovlig) selvfinansiering, samtidig kan være lovlig udbytteudlodning.

Højesterets præmisser i sagen U 2006.145 H, som vil blive nærmere behandlet nedenfor, understreger ifølge Søren Skjerbek, at den i Tfs 2004.623 Ø fuldstændige samtidighed mellem udbytteudlodningen og aktieoverdragelsen ikke har nogen betydning ved bedømmelsen af transaktionens lovlighed.¹⁰⁵ Hvorvidt Højesterets præmisser kan tages til indtægt herfor kan dog diskuteres. Således bemærkes det, at Landsretten i sine præmisser lagde vægt på, at der i sagen ikke forelå samtidighed mellem overdragelsen af det tomme selskab og overførslen af det solgte selskabs midler. Højesteret forholdt sig imidlertid ikke direkte til det af Landsretten anførte, hvorfor det hverken kan af- eller bekræftes, at også Højesteret er af den overbevisning, at samtidig udlodning af udbytte ikke strider imod selvfinansieringsforbuddet.

Uagtet at Højesterets dom i sagen U 2006.145 H muligvis/muligvis ikke afklarer retsstillingen, er det, som nævnt ovenfor, den altovervejende holdning i teorien, at den tidsmæssige sammenhæng mellem udbytteudlodning og overdragelse af kapitalandele, ikke spiller nogen rolle.¹⁰⁶

⁹⁹ Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 104.

¹⁰⁰ Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 753.

¹⁰¹ Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 105.

¹⁰² Se bl.a. Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 105, Nils Kjellegaard Jensen, *Selskabsretlig håndbog*, 2. udgave, 2010, s. 210 og Erik Werlauff, U.2006B.365, s. 366.

¹⁰³ Begrebet efterfinansiering findes ikke i selskabsloven, men er et udtryk lanceret af Erik Werlauff i U 2001B.381 og U 2006B.365, som beskriver den situation, at selskabet, efter at være blevet overdraget, lovligt finansierer overdragelsen med selskabets frie midler.

¹⁰⁴ Erik Werlauff, U 200B.36, s. 367. Se i samme retning Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 107.

¹⁰⁵ Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 107.

¹⁰⁶ Se bl.a. Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 105, Nils Kjellegaard Jensen, *Selskabsretlig håndbog*, 2. udgave, 2010, s. 210 og Erik Werlauff, U.2006B.365, s. 366

4.4. Efterfølgende udlodning af udbytte

Ofte vil udlodning af udbytte ske i umiddelbar forlængelse af kapitalandelenes overdragelse og ene og alene med det formål at tilbagebetale de lån, der blev optaget med henblik på erhvervelsen af selskabet. Det er blevet hævdet, at denne konstruktion strider imod formålet med selvfinansieringsforbuddet, idet selskabet herved indirekte er med til at finansiere sin egen overdragelse.¹⁰⁷

Det er imidlertid et velkendt faktum, at det i sidste ende er målselskabet selv, der kommer til at finansiere sin egen overdragelse.¹⁰⁸ Lars Bunch og Ida Rosenberg udtrykker det på den måde, ”at medmindre køberen af et selskab er »Joakim von And«, der har en kæmpe pengetank, så kan pengene til købet af et selskab i sidste ende kun komme ét sted fra, nemlig det købte selskab.”¹⁰⁹ Som anført af Erik Werlauff, eksisterer der således en diskrepans mellem behovet for adgang til selskabets formue og de selskabsretlige barrierer, som især selvfinansieringsforbuddet opstiller for denne adgang.¹¹⁰

Netop det indbyrdes forhold mellem reglerne om udbytte og selvfinansieringsforbuddet har i den juridiske teori været genstand for omfattende usikkerhed, hvilket har medført en del henvendelser til Erhvervsstyrelsen. I en vejledende udtalelse af 9. maj 2000 anfører Erhvervsstyrelsen, at den påtænkte aktieerhvervelse principielt set ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet, men at en helhedsbetragtning af den samlede konstruktion medfører, at forholdet alligevel strider imod selvfinansieringsforbuddet. Udtalelsen kritiseres af Søren Skjerbek, som anser det for betænkeligt, at Erhvervsstyrelsen anlægger en friere helhedsbetragtning af den samlede konstruktion i stedet for at kigge på lovligheden af de enkelte elementer i lyset af de specielle kapitalbeskyttelsesregler.¹¹¹ Anders Braad og Claus Nielsen udtaler, at Erhvervsstyrelsens resultat ikke nødvendigvis er et udtryk for, at styrelsen generelt finder udbyttefinansieret aktieerhvervelse i strid med selvfinansieringsforbuddet, men at det konkret var enkelte elementer i den samlede konstruktion, herunder den løbende transport til banken, som udløste selvfinansieringsforbuddet.¹¹²

Senere har Erhvervsstyrelsen i en udtalelse af 2. februar 2001 udtalt sig mere klart om problemstillingen ved at angive, at det er ”styrelsens opfattelse, at udbetaling af udbytte og kapitalnedsættelser ikke vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet, når selskabslovgivningens regler om udbytte og kapitalnedsættelse bliver iagttaget.”

Videre har Erhvervsstyrelsen i en række udtalelser¹¹³ oplyst betingelser svarende til selskabslovens almindelige regler, som skal opfyldes for at gå fri af selvfinansieringsforbuddet. Det er blandt andet med henvisning til disse betingelser, at Erik Werlauff advokerer for kapitalbeskyttelsesreglernes status som »lex specialis« i forhold til selvfinansieringsforbuddet. Erik Werlauff anfører således, at de af Erhvervsstyrelsen oplyste betingelserne blot er en understregning af, at den lovligt vedtagne udbytteudbetaling ikke bliver ulovlig af, at den står i forbindelse med en aktie(majoritets) overtagelse¹¹⁴.

¹⁰⁷ Se Betænkning nr. 540/1969, s. 159 og Betænkning nr. 362/1964, s. 131.

¹⁰⁸ Erik Werlauff, U.2001B.381, s. 382 og i U 2006B.365, s. 366, Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 97, Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 754, Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 199, Mads Ilum & Bjørn Krog Andersen, ET 2007.4, Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, R&R nr. 12, 2008, s. 3, og Henrik Steffensen, Lars Bunch, Jan-Christian Nilsen og Thomas Booker, *Transaktioner i selskaber*, 1. udgave, 2014, s. 434.

¹⁰⁹ Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 754.

¹¹⁰ Erik Werlauff, U 2001B.381, s. 382 og i U 2006B.365, s. 366.

¹¹¹ Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 102.

¹¹² Anders Braad og Claus Nielsen, NTS 2001:4, s. 463.

¹¹³ Se f.eks. udtalelserne af 11. maj 1999, 28. september 1999 og 22. maj 2001.

¹¹⁴ Erik Werlauff, U 2001B.381, s. 383 og U 2006B.365, s. 367.

Den juridiske teori har med hensyn til spørgsmålet om det indbyrdes forhold mellem reglerne om udbytte og selvfinansieringsforbuddet undergået en udvikling. Tidligere har Erik Hørlyck plæderet for, at selvfinansieringsforbuddet også omfatter efterfølgende finansiering.¹¹⁵ Ligeledes Jan Schans Christensen, der tidligere var af den overbevisning, at finansiering med målselskabets udloddede midler ikke kunne undslippe selvfinansieringsforbuddet, uagtet at udlodningen var sket i overensstemmelse med kapitalbeskyttelsesreglerne.¹¹⁶ Jan Schans Christensen har dog efterfølgende ændret standpunkt, og lægger sig nu på linje med den øvrige teori¹¹⁷ om kapitalbeskyttelsesreglernes forrang for selvfinansieringsforbuddet.¹¹⁸ Det er især Erik Werlauff, der i flere artikler¹¹⁹ og bøger¹²⁰ har fremført »lex specialis« betragtninger.

Retstilstanden er med Højesteretsdommen U 2006.145 H (Procuritas) endeligt fastlagt. Dommen, der udover at omhandle de i overtagelsen involverede parters erstatningsansvar, tog tillige stilling til finansieringens lovlighed i forhold til selvfinansieringsforbuddet, og danner derfor præcedens for, at det er fuldt lovligt i forhold til selvfinansieringsforbuddet, at der udloddes et i forvejen planlagt udbytte fra målselskabet til erhververen umiddelbart efter overtagelsen, og at dette udbytte af erhververen anvendes til afdrag på akquisitionsgælden, hvilket vil sige den gæld, som er opstået i forbindelse med erhvervelse af kapitalandelene. I sine præmisser udtaler Højesteret, at ”Hverken aktieselskabslovens ordlyd eller forarbejder giver fornødent holdepunkt for at antage, at en sådan planlagt efterfinansiering med frie midler, der udloddes i overensstemmelse med aktieselskabslovens § 110, indebærer en overtrædelse af forbuddet mod selvfinansiering i lovens § 115, stk. 2.”

Dommens rigtighed bekræftes i betænkning nr. 1498/2008, hvor moderniseringsudvalget eksplicit anfører, at de særlige regler om lovlig kapitalafgang har forrang for bestemmelserne om selvfinansiering.¹²¹

Det synes på baggrund af overstående sikkert at konkludere, at efterfinansiering med selskabet frie midler, i overensstemmelse med de for den pågældende situation gældende kapitalbeskyttelsesregler, er lovligt. Rationalet herfor er, at kreditorernes risiko ikke forøges, idet selskabets kreditorer allerede er tilstrækkeligt sikret gennem reglerne om lovlig kapitalafgang,¹²² og at midlerne i øvrigt kunne være taget ud af selskabet som udbytte til de gamle ejere, hvorfor hverken kreditorerne eller andre interessenter kan have en berettiget forventning om, at midler forbliver i selskabet.¹²³

¹¹⁵ Erik Hørlyck, *Aktie- og Anpartsselskaber*, 1985, s. 97.

¹¹⁶ Jan Schans Christensen, *Contested Takeovers*, 1991, s. 250.

¹¹⁷ Se blandt andre Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 753, Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 991, Paul Krüger Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret*, 12. udgave, 2013, s. 294, Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 181, Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 108, Henrik Steffensen, Lars Bunch, Jan-Christian Nilsen og Thomas Booker, *Transaktioner i selskaber*, 1. udgave, 2014, s. 412, Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, *R&R* nr. 12, 2008, s. 3 og Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren, *Køb og salg af virksomheder*, 5. udgave, 2014, s. 645.

¹¹⁸ Jan Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, 4. udgave, 2014, s. 425 og samme i *Selskabslovens med kommentarer*, 1. udgave, 2012, s. 559.

¹¹⁹ Se U 2001B.381 og U 2006B.365

¹²⁰ Se blandt andet følgende titler: *Den nye selskabslov*, 1. udgave, s. 298, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, s. 991, og *Selskabsret*, 9. udgave, s. 318.

¹²¹ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1022.

¹²² Nils Kjellegaard Jensen, *Selskabsretlig håndbog*, 2. udgave, 1, 2010, s. 208.

¹²³ Henrik Steffensen, Lars Bunch, Jan-Christian Nilsen og Thomas Booker, *Transaktioner i selskaber*, 1. udgave, 2014, s. 434.

4.5. Leveraged buyouts og debt push down

»Leveraged buyout« – eventuelt i kombination med »debt push down« – er en særlig form for efterfinansiering, der typisk ses anvendt af kapitalfonde, som det for eksempel var tilfældet med overtagelserne af TDC og ISS.¹²⁴

Leveraged buyout er et udtryk for, at målselskabet gældsættes, således at køber opnår en finansiell fordel i forbindelse med overtagelsen.¹²⁵ Hele finansieringskonstruktionen er ofte aftalt på forhånd mellem køber, målselskabet og långiverne, og har til formål at lade målselskabet finansiere en stor del af sin egen overtagelse.¹²⁶ Långiver vil ofte betinge sin deltagelse i arrangementet af, at der hurtigst muligt efter overtagelsen foretages en såkaldt debt push down transaktion, således at akquisitionsgælden ”skubbes” fra køber – der ofte er et til formålet stiftet selskab – ned i målselskabet, hvor den reelle sikkerhed i form af cash flow og andre aktiver ligger.¹²⁷

I forenklet form kan finansieringskonstruktionen beskrives på følgende måde: Køber optager et banklån til brug for betaling af kapitalandelene i målselskabet. Den samme bank yder umiddelbart efter overdragelsen et lån til målselskabet svarende til størrelsen af de frie reserver i målselskabet. Midlerne fra lånet udloddes som udbytte til de(n) nye ejer(e), som anvender disse til betaling af det oprindelige banklån. Resultatet bliver således, at det er målselskabets midler, der i sidste ende finansierer transaktionen,¹²⁸ hvilket på baggrund af U 2006.145 H (Procuritas) dog ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet, så længe reglerne om udbytteudlodning overholdes. Det skal i den sammenhæng nævnes, at der intet er til hinder for, at målselskabet optager et lån til brug for udlodning af udbytte, forudsat at målselskabets ledelse vurderer, at dette er forsvarligt.¹²⁹

En lånefinansieret overtagelse er således kendetegnet ved, at den kun kræver en mindre grad af egenfinansiering,¹³⁰ idet størstedelen af købesummen betales med lånte midler. Køber opnår herved et højt afkast på en forholdsmæssig lille investering.¹³¹

Hvorvidt kapitalfondenes overtagelse af danske virksomheder er en fordel for samfundet, har været debatteret siden overtagelserne af TDC og ICC – en debat, der igen er blevet aktuel, efter OW Bunker i slutningen af 2014 gik konkurs.¹³² En undersøgelse af transaktionernes påvirkning af det danske samfund ligger imidlertid uden for rammerne af nærværende afhandling, og vil følgelig ikke blive behandlet nærmere.¹³³

4.6. Efterfinansiering contra lovlig selvfinansiering

De betingelser, der gælder for lovlig selvfinansiering, er omfattende og behæftet med en vis usikkerhed¹³⁴, jf. ovenfor afsnit 3, hvorimod efterfinansiering er en enkel og velafprøvet finan-

¹²⁴ For yderligere information om overtagelserne af TDC og ISS henvises til Anders Andersen Nyboe og Morten Melander, *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udgave, 2007, s. 92 ff.

¹²⁵ Anders Andersen Nyboe og Morten Melander, *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udgave, 2007, s. 18

¹²⁶ Anders Andersen Nyboe og Morten Melander, *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udgave, 2007, s. 29.

¹²⁷ Søren Skjerve, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009., s. 130.

¹²⁸ Anders Andersen Nyboe og Morten Melander, *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udgave, 2007, s. 18 ff, Søren Skjerve, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 32 og Mads Ilum & Bjørn Andersen Krog, *ET 2007.4*.

¹²⁹ Mads Ilum & Bjørn Krog Andersen, *ET 2007.4* og Nils Kjellegaard Jensen, *Selskabsretlig håndbog*, 2. udgave, 2010, s. 207.

¹³⁰ Ifølge Anders Nyboe Andersen og Morten Melander i 1. udgave af bogen ”*Fra Boss til leveraged buyouts*”, s.18, er praksis i dag, at kapitalfonden indskyder omkring 25 % egenkapital i transaktionen.

¹³¹ Mads Ilum & Bjørn Krog Andersen, *ET 2007.4*.

¹³² I skrivende stund er der endnu ikke offentliggjort tilstrækkeligt materiale til at vurdere, hvilken rolle kapitalfonden ”Altor” spillede i OW Bunkers konkurs.

¹³³ Se Økonomisk Tema nr. 4, 2006, hvor Økonomi- og Erhvervsministeriet behandler kapitalfondenes overtagelse af danske virksomheder.

¹³⁴ Morten Melander, *ET 2007.175*. Modsat Erik Werlauff i *Selskabsret*, 9. udgave, 2013, s. 317, der anfører, at betingelserne næppe er vanskelige at opfylde i praksis. Ligeledes John Svensson og Mathias Krarup, *NTS 2010:2*.

sieringsmodel.¹³⁵ Det konkluderes derfor flere steder i den juridiske teori, at efterfinansiering i fremtiden fortsat vil være at foretrække frem for lovlig selvfinansiering.¹³⁶

Ud fra en kapitalbeskyttelsesbetragtning er selskabets kapital dog bedre beskyttet ved udlån end udbetaling, idet midlerne definitivt forlader selskabet ved efterfinansiering.¹³⁷ Henrik Steffensen mfl. anfører derfor, at målselskabets upåvirkede soliditet netop er styrken ved lovlig selvfinansiering i forhold til efterfinansiering.¹³⁸

En svaghed ved reglerne om lovlig selvfinansiering i forhold til efterfinansiering er derimod, at det centrale ledelsesorgan er ansvarlig for, at selvfinansiering sker på forsvarlig vis, jf. selskabslovens § 215, stk. 2. Svagheden ligger i, at det ved lovlig selvfinansiering er sælgers centrale ledelsesorgan, der indestår for forsvarligheden, hvorimod det ved efterfinansiering er købers eventuelle nyindsatte centrale ledelsesorgan, der indestår for udbytteudlodningens forsvarlighed, jf. selskabslovens §§ 115 og 116.¹³⁹ Svagheden forstærkes af, at der fortsat hersker usikkerhed om, hvordan det centrale ledelsesorgan skal forstå de i selskabslovens § 206, stk. 3, og §§ 207-209 opstillede betingelser, jf. herom afsnit 3.

Denne usikkerhed påvirker imidlertid ikke alene det centrale ledelsesorgan, som ifølge selskabslovens § 215, stk. 2, indestår for selvfinansieringsdispositionen, men tillige rådgivernes villighed til at rådgive om og foreslå brugen af lovlig selvfinansiering. Rådgiverne, der er underlagt et professionsansvar,¹⁴⁰ risikerer nemlig at blive erstatningsansvarlige, såfremt de yder mangelfuld eller forkert rådgivning om selvfinansiering.¹⁴¹ Dette var netop tilfældet i U 2000.23 H og U 2007.2600 H, hvor sidstnævnte omhandlede en advokat, der pådrog sig et erstatningsansvar ved ikke at rådgive om, at pantsætningen i forbindelse med kapitalforhøjelsen var i strid med selvfinansieringsforbuddet.

Med den forøgede erstatningspådragende risiko, som usikkerheden om betingelserne i selskabslovens § 206, stk. 3, og §§ 207-209 medfører, må det forventes, at professionelle rådgivere vil være tilbageholdende med at rådgive om brugen af lovlig selvfinansiering.

På baggrund af overstående kan det konkluderes, at der er fordele og ulemper ved begge finansieringsmodeller. Efterfinansiering fremstår dog fortsat som et velafprøvet alternativ til reglerne om lovlig selvfinansiering, som såvel selskabet som dets rådgivere er fortrolig med.

5. Fusion

5.1. Indledende

Selskabslovens kapitel 15 og 16 regulerer henholdsvis nationale fusioner og grænseoverskridende fusioner. Nærværende afsnit afgrænses til en behandling af nationale fusioner, for hvilke selskabslovens § 236 opstiller to typer: »Uegentlig fusion«, som medfører, at et eller flere sel-

¹³⁵ Henrik Kure, U.2011B.293, s. 301.

¹³⁶ Se fx Henrik Kure, U.2011B.293, s. 301 og Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 199.

¹³⁷ Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel, *Dansk selskabsret* 2, 4. udgave, 2014, s. 418.

¹³⁸ Henrik Steffensen, Lars Bunch, Jan-Christian Nilsen og Thomas Booker, *Transaktioner i selskaber*, 1. udgave, 2014, s. 410.

¹³⁹ Morten Melander, ET 2007.175, s. 4.

¹⁴⁰ Betænkning nr. 1362/1998, afsnit 2.1, Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 210, jf. s. 94, Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 843, Jan Schans Christensen *Kapitalselskaber*, 4. udgave, 2014, s. 28. og Lars Bo Langsted, *Rådgivning I*, 2004, s. 242 ff.

¹⁴¹ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 210, jf. s. 94, Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 843, Jan Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, 4. udgave, 2014, s. 28.

skaber opløses uden likvidation ved at overdrage selskabets aktiver og forpligtelser til et allerede eksisterende selskab, og »egentlig fusion«, som medfører, at de deltagende selskaber overdrager deres aktiver og forpligtelser til et nystiftet selskab.

Gennemførelsen af sådanne fusioner afhænger i selskabsretligt¹⁴² henseende af, om de deltagende selskaber opfylder de i selskabsloven angivne betingelser, herunder oprettelse af fusionsplan og udarbejdelse af fusionsredegørelse med videre. I forhold til de fleste andre registreringsprocedurer er reglerne for fusioner forholdsvis komplicerede og administrativt tunge, hvilket ifølge forarbejderne til selskabsloven skyldes, at der er et væsentligt hensyn at tage til kreditorer, aktionærer og medarbejdere.¹⁴³

Registreres en fusion er retsvirkningen, at det ophørende kapitalselskab anses for opløst, og dets rettigheder og forpligtelser anses for overgået til det fortsættende kapitalselskab, jf. selskabslovens § 250. En sådan universalsuccession er en fravigelse af formuerettens almindelige regel om kreditorsamtykke ved debitorskifte, og ifølge Bernhard Gomard og Peer Schaumburg-Müller begrundet i behovet for at lette strukturrationaliseringen i erhvervslivet.¹⁴⁴

Universalsuccession medfører foruden et debitorskifte, at det overtagne selskabs midler stilles til rådighed for det overtagende selskab, med hvilke en eventuel akquisitionsgæld kan tilbagebetales. Det er derfor relevant at undersøge, hvorvidt reglerne om fusion har forrang for reglerne om selvfinansiering. Sådanne »lex specialis« betragtninger er genstand for behandling nedenfor i afsnit 5.2.

I den juridiske teori og administrativ praksis er det især »efterfølgende fusion«, hvorved forstås en sammenlægning af selskaber, som forinden har gennemført en overdragelse af kapitalandele, der tiltrækker sig opmærksomhed i relation til selvfinansieringsforbuddet. Disse situationer behandles nedenfor i afsnit 5.3 og 5.4.

Forinden en kort opsummering i afsnit 5.6, omtales fusion som alternativ til overdragelse af kapitalandel- og substansoverdragelse i afsnit 5.5.

5.2. Lex specialis

Henset til at reglerne om udbytte, kapitalnedsættelse og likvidation har forrang for reglerne om selvfinansiering,¹⁴⁵ samt til det faktum, at selskabslovens kapitel 15 indeholder en række kapitalbeskyttelsesregler, synes det nærliggende at antage, at også reglerne om fusion har karakter af lex specialis i relation til selvfinansieringsforbuddet.

Erhvervsstyrelsen har imidlertid anlagt en praksis, hvorefter det omvendt er selvfinansieringsforbuddet, der har forrang for reglerne om fusion. Således anser styrelsen i en udtalelse af 12. februar 1993 ikke fusionsbestemmelserne for udtømmende i forhold til selvfinansieringsforbuddet, hvorfor forbuddet finder anvendelse uanset, at fusionsreglerne i øvrigt opfyldes. Erhvervsstyrelsen begrundet resultatet med, at det i bemærkningerne til ændringsforslaget af aktieselskabsloven fremgår, at selvfinansieringsforbuddet omfatter ”*enhver finansiering af køb af aktier og anparter*”.¹⁴⁶

¹⁴² Det bemærkes, at en fusion efter omstændighederne tillige skal opfylde visse konkurrenceretlige og skattemæssige regler. En behandling af disse ligger imidlertid uden for dette speciales fokusområde.

¹⁴³ Betænkning nr. 1498/2008, s. 393.

¹⁴⁴ Bernhard Gomard og Peer Schaumburg-Müller, *Kapitalselskaber*, 7. udgave, 2013., s. 537. Se ligeledes Anders Braad og Claus Nielsen, NTS 2001:4, s. 465.

¹⁴⁵ Se ovenfor afsnit 4.

¹⁴⁶ Ændringsforslaget til lov nr. 282 af 9. juni 1982.

Erhvervsstyrelsens praksis er i den juridiske litteratur udsat for en del kritik.¹⁴⁷ Således anfører Erik Werlauff, med henvisning til retstilstanden for udbetaling af udbytte, at noget tilsvarende må gælde for fusion.¹⁴⁸ I samme retning anfører Jan Schans Christensen, at de specifikke regler om fusion må nyde forrang, og at fusioner, som gennemføres i overensstemmelse med reglerne herom, derfor ikke udgør et brud på selvfinansieringsforbuddet.¹⁴⁹ I tråd hermed anser Poul Krüger Andersen det ikke for ganske oplagt, at regler, der som fusionsreglerne indeholder omfattende kreditorgarantier, derudover kan suppleres af specialbestemmelser som selskabslovens § 206, stk. 1.¹⁵⁰

I en senere udtalelse af 2. februar 2001 opretholder Erhvervsstyrelsen imidlertid denne praksis, og bemærker i øvrigt, at kreditorerne nyder en større beskyttelse i forbindelse med udlodning af udbytte og kapitalnedsættelse, end tilfældet er ved fusion.¹⁵¹ Ifølge Søren Skjerbek er dette dog ikke et argument, der kan være afgørende for, om fusionsreglerne anses for *lex specialis* eller ej, eftersom beskyttelsesomfanget for fusioner er et lovmæssigt valg.¹⁵² Poul Krüger Andersen fremhæver i overensstemmelse hermed, at kreditorernes interesser er varetaget gennem iagttagelsen af de for fusion gældende kapitalbeskyttelsesregler, hvorfor det ikke er nødvendigt at hindre sådanne overførsler.¹⁵³

Anderledes enig med Erhvervsstyrelsens praksis er Lars Bunch og Ida Rosenberg samt Jan-Christian Nilsen, som alle mener, at en mindre restriktiv fortolkning af selvfinansieringsreglerne vil gøre selvfinansieringsforbuddet nærmest illusorisk.¹⁵⁴ Til støtte herfor påpeger Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, at en fusion potentielt kan være til ugunst for målselskabets kreditorer og andre interessenter på samme måde, som hvis der i stedet ydes lån til overtagelsen.¹⁵⁵

Opsummerende kan det således anføres, at kun en mindre del af den juridiske teori er enig i den af Erhvervsstyrelsen anlagte praksis, hvorefter selvfinansieringsforbuddet har forrang for fusionsreglerne. Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff mener sågar, at der er behov for at teste styrelsens administrative praksis ved domstolene, som blandt andet på baggrund af U 2006.145 H (*Procuritas*) virker til at have anlagt en mere positivistisk tilgang til brug af lovlige selskabsretlige tiltag end Erhvervsstyrelsen.¹⁵⁶

¹⁴⁷ Se Erik Werlauff, U 2001B.381, s. 384, Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 991, Paul Krüger Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret*, 12. udgave, 2013, s. 294, Jan Schans Christensen, *Selskabsloven med kommentarer*, 1. udgave, 2012, s. 559, og samme i *Kapitalselskaber*, 4. udgave, s. 425, Anders Andersen Nyboe og Morten Melander, *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udgave, 2007, s. 54 ff., Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 189, Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 117 ff, Søren Høgh Thomsen & Martin Christian Kruhl, NTS 2011:3, s. 62, og Søren Friis Hansen og Karsten Engsig Sørensen, NTS 2002:3, s. 368.

¹⁴⁸ Erik Werlauff, U.2001B.381, s. 384.

¹⁴⁹ Jan Schans Christensen, *Selskabsloven med kommentarer*, 1. udgave, 2012, s. 559, og samme i *Kapitalselskaber*, 4. udgave, s. 425.

¹⁵⁰ Paul Krüger Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret*, 12. udgave, 2013, s. 294.

¹⁵¹ Styrelsen henviser i den forbindelse til, at fusionen påfører det overtagne selskab en større forpligtelse end reglerne om udbytteudlodning og kapitalnedsættelse ville have gjort. Nils Kjellegaard Jensen kritiserer på side 212 i *Selskabsretlig håndbog Erhvervsstyrelsens udregning af maksimumsbeløbene*, hvormed udbytteudlodning eller kapitalnedsættelse kunne ske.

¹⁵² Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 120.

¹⁵³ Paul Krüger Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret*, 12. udgave, 2013, s. 294.

¹⁵⁴ Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 764, og Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, R&R nr. 12, 2008, s. 9. Holdningen genfindes i administrativ praksis, se eksempelvis Erhvervsstyrelsens udtalelse af 1. november 2006.

¹⁵⁵ Dette er eksempelvis tilfældet, hvor det overtagne selskab som led i fusionen alene modtager erhververens akkvisitions-gæld.

¹⁵⁶ Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 991.

5.3. Efterfølgende fusion: Administrativ praksis

Som følge af at Erhvervsstyrelsen ikke anser fusioner for undtaget fra forbuddet mod selvfinansiering,¹⁵⁷ beror foreneligheden mellem fusioner og selvfinansieringsforbuddet på en konkret vurdering. Med henblik på at fastlægge typiske faktorer af betydning for denne vurdering, behandler nærværende afsnit en række udvalgte udtalelser.¹⁵⁸

I udtalelsen nævnt ovenfor af 2. februar 2001 inddrager Erhvervsstyrelsen erhververens hensigt på erhvervestidspunktet i bedømmelsen. Under sagen påstår erhververen, at fusionen ikke oprindeligt var planlagt som finansieringskilde til overtagelsen, men derimod foranlediget af et afslag på erhververens begæring om sambeskatning. Erhvervsstyrelsen finder det dog ikke bevist, at fusionen ikke var en del af den oprindelige finansieringsplan og udtaler derfor, at sammenhængen mellem erhvervelsen af aktierne, finansieringen og fusionen fører til, at den samlede konstruktion er i strid med selvfinansieringsforbuddet.

I en senere udtalelse af 1. november 2006 fremgår det, at det er Erhvervsstyrelsens opfattelse, at en efterfølgende fusion mellem A og B i umiddelbar forlængelse af A's erhvervelse af aktier i B vil indebære en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet. Styrelsen finder endvidere ikke, at der i den konkrete situation er fremkommet argumenter for, at fusionen er nødvendigt ud fra en forretningsmæssig begrundelse. Slutteligt udtaler styrelsen, at de lån, der skal optages til finansiering af købet af aktierne i B, har en betydelig størrelse set i forhold til egenkapitalen i A.

I tre nyere udtalelser af henholdsvis 21. november 2008, 7. oktober 2009 og 28. november 2012 fremhæver Erhvervsstyrelsen, at der er en forretningsmæssig begrundelse for fusionen, og at kapitalforholdene i de implicerede selskaber viser, at fusionen ikke er en nødvendighed for, at køber kan afdrage den gæld, der er optaget i forbindelse med erhvervelsen. Styrelsen tillægger det desuden betydning, at der ikke forinden har været nogen drøftelser eller planer om gennemførelse af en fusion.

På baggrund af disse udtalelser kan det konkluderes, at Erhvervsstyrelsen opstiller fire krav til fusioners forenelighed med selvfinansieringsforbuddet: For det første skal fusionen være forretningsmæssigt begrundet. For det andet må fusionen ikke være forudsat i forbindelse med erhvervelsen. For det tredje må fusionen ikke være nødvendig for erhververens tilbagebetaling af akkvisitionslånet. For det fjerde må fusionen ikke indtræde i umiddelbar forlængelse af erhvervelsen.

Modsætningsvist kan det anføres, at Erhvervsstyrelsen ikke tillægger det betydning, hvilket selskab der er det fortsættende.¹⁵⁹

Det skal nedenfor undersøges, hvorledes den juridiske litteratur forholder sig til Erhvervsstyrelsens praksis.

5.4. Efterfølgende fusion: Den juridiske litteratur

I overensstemmelse med Erhvervsstyrelsens første og andet krav, hvorefter det har betydning, om fusionen reelt er forretningsmæssigt begrundet eller blot er en del af den samlede finansieringsplan, anfører såvel Lars Bunch og Ida Rosenberg som Jan-Christian Nilsen, at det er hensigterne med fusionen, der er afgørende for dennes lovmæssighed.¹⁶⁰ I samme retning udtaler Jan Schans Christensen, at domstolene er mere tilbøjelige til at anse en fusion for værende i

¹⁵⁷ Jf. afsnit 5.2.

¹⁵⁸ Disse udtalelser er blandt andet gengivet af Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 767 ff.

¹⁵⁹ Se f.eks. udtalelserne af 21. november 2008 og 7. oktober 2009, hvor hhv. målselskabet og køberselskabet er det fortsættende selskab.

¹⁶⁰ Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 764, og Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, *R&R* nr. 12, 2008, s. 9

strid med selvfinansieringsforbuddet, når fusionen har været en del af den oprindelige finansieringsplan.¹⁶¹

I modsætning hertil udtaler Søren Skjerbek, at det forekommer problematisk, at styrelsen lægger vægt på, om fusionen er en del af finansieringsplanen, eller om fusionen opstår på grund af efterfølgende betingede forretningsmæssige forhold. Som begrundelse herfor henviser forfatteren til sagen U 2006.145 H (Procuritas), hvor højesteret netop udtaler, at det forhold, at udbytteudlodning er en del af den samlede finansieringsplan, ikke medfører, at udlodningen udgør en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet. Forfatteren mener, at noget tilsvarende må gælde for reglerne om fusion.¹⁶² Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen er af samme opfattelse, hvorfor de anfører, at det centrale i denne henseende ikke er, om fusionen er mere eller mindre forretningsmæssigt begrundet, men derimod om fusionsreglerne er overholdt.¹⁶³

Erhvervsstyrelsens tredje krav – ifølge hvilket en efterfølgende fusion ikke må være nødvendig for erhververens tilbagebetaling af akquisitionslånet – nyder ej heller stor tilslutning i den juridiske litteratur.¹⁶⁴ Således afviser Søren Skjerbek kategorisk, at et sådant krav kan inddrages i vurderingen af fusioners lovmæssighed, idet fusionsreglerne ikke indeholder en fast beløbsgrænse, og idet selvfinansieringsforbuddet, som er absolut, ikke indeholder en »de minimis« undtagelse.¹⁶⁵

Herudover påpeger såvel Nils Kjellegaard Jensen som Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, at Erhvervsstyrelsen udtalelse af 2. februar 2001 muligvis kan tages til indtægt for, at styrelsens tredje krav alene begrænser fusionsadgangen i det omfang, at den pågældende fusion finansierer en større del af overtagelsen, end udbytteudlodning eller kapitalnedsættelse kunne have gjort.¹⁶⁶ Er målselskabet således i besiddelse af tilstrækkelige frie reserver til at tilbagebetale akquisitionslånet via reglerne om udbytteudlodning eller kapitalnedsættelse, accepteres fusionen.¹⁶⁷

Erhvervsstyrelsens fjerde krav er et udtryk for, at styrelsen tillægger den tidsmæssige sammenhæng mellem overtagelsen og fusionen betydning. Ikke desto mindre udtaler såvel Lars Bunch og Ida Rosenberg samt Jan-Christian Nilsen, at den tidsmæssige faktor ikke er afgørende for, hvorvidt der er tale om selvfinansiering eller ej. Forfatterne indrømmer dog, at den tidsmæssige faktor i praksis vil kunne bestyrke eller mindske en formodning omkring intentionerne.¹⁶⁸

Større betydning tillægges den tidsmæssige sammenhæng af Nils Kjellegaard Jensen, som anfører, at en registrering af en fusion vil blive nægtet, hvis den har en konkret og/eller tidsmæssig sammenhæng med en forudgående fremmedfinansieret kapitalandelerhvervelse.¹⁶⁹ I overensstemmelse hermed fastslår Mads Ilum og Bjørn Krog Andersen, at jo længere tid der går efter

¹⁶¹ Jan Schans Christensen, *Contested Takeovers*, 1991, s. 249. Det bemærkes, at forfatteren ikke ses at gentage denne holdning i nyere litteratur.

¹⁶² Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 122.

¹⁶³ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 189.

¹⁶⁴ Se dog Jan Schans Christensen, *Contested Takeovers*, 1991, s. 249, som anfører, at et finansielt stærkt selskab kan argumentere for, at fusionen og finansieringen ikke har nogen sammenhæng.

¹⁶⁵ Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 124.

¹⁶⁶ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udgave, 2007., s. 57, og Nils Kjellegaard Jensen, *Selskabsretlig håndbog*, 2. udgave, 2010, s. 212.

¹⁶⁷ Det bemærkes, som påpeget Nils Kjellegaard Jensen, s. 212, at Erhvervsstyrelsens beregning af hvad målselskabet potentielt kan udlodde i udbytte, ikke forekommer ganske klar, eftersom såvel udbytte som nedsættelsesbeløb kan erlægges i andre aktiver end kontanter, ligesom der kan optages lån for at betale udbytte kontant.

¹⁶⁸ Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 766, og Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, *R&R* nr. 12, 2008, s. 8.

¹⁶⁹ Nils Kjellegaard Jensen, *Selskabsretlig håndbog*, 2. udgave, 2010, s. 213.

transaktionen, jo mindre vil risikoen være for, at styrelsen anser selvfinansieringsforbuddet for overtrådt.¹⁷⁰

Tidsfaktoren kritiseres imidlertid af Søren Høgh Thomsen og Martin Christian Kruhl, som ikke mener, at den går i spænd med en god tradition/praksis, hvor fokus lægges på de reelle forhold bag en given transaktion og mindre på de formelle forhold.¹⁷¹

Til forskel fra overstående uenighed, synes den juridiske teori at være enig med Erhvervsstyrelsen i, at det ingen betydning har, hvilket selskab der er det fortsættende.¹⁷² Det er således alene Jan Schans Christensen, som gør gældende, at en lodret fusion, hvorefter det overtagende selskab er det fortsættende, til forskel fra en omvendt lodret fusion, ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet.¹⁷³

Overstående gennemgang af den juridiske litteratur viser, at ikke alle teoretikere er enige i den af Erhvervsstyrelsen anlagte praksis. Det skal i den forbindelse bemærkes, at Erhvervsstyrelsens praksis alene er vejledende, og at den endelige afgørelse henhører under domstolene.¹⁷⁴

5.5. Fusion som alternativ til almindelig virksomhedsoverdragelse

Ordlyden af selskabslovens § 206, stk. 1, forudsætter, at der sker en »erhvervelse af kapitalandele«. Som følge heraf synes en fusion, som gennemføres uden at der forinden er sket en sådan erhvervelse, umiddelbart at være undtaget fra selvfinansieringsforbuddet.

Indtil for nylig har Erhvervsstyrelsen imidlertid ikke haft anledning til at tage stilling til dette spørgsmål, hvilket formentlig er årsagen til, at spørgsmålet ikke er indgående behandlet i den juridiske teori.

I udtalelsen af 3. marts 2011 anfører Erhvervsstyrelsen for første gang, at en fusion i visse tilfælde kan sidestilles med en erhvervelse omfattet af selvfinansieringsreglerne, uanset at der ikke forud for fusionen er foretaget et køb af den pågældende virksomhed, der fusioneres med. Hvorvidt et selskab overtages ved »efterfølgende fusion« eller ved »direkte fusion«, vil således ikke efter styrelsens opfattelse påvirke vurderingen af, om der er tale om ulovlig selvfinansiering. Styrelsen begrundede dette med, at beskyttelseshensynene til kreditorerne gør sig gældende, uanset om der forud for fusionen er gennemført en erhvervelse af den pågældende virksomhed eller ej. Styrelsen henleder i den forbindelse opmærksomheden på, at det af bemærkninger til selskabslovens § 206 fremgår, at der ved vurderingen af, hvorvidt der er tale om en transaktion omfattet af selvfinansieringsreglerne, skal anlægges en formålsvurdering, hvor det således er de reelle konsekvenser af dispositionen, der er afgørende.¹⁷⁵

Udtalelsen kritiseres af Søren Høgh Thomsen og Martin Christian Kruhl, som mener, at formålsfortolkningen umyndiggør de selvstændige kreditorværn i fusionsreglerne. Forfatterne anerkender dog, at det er vanskeligt at se, hvordan Erhvervsstyrelsen skulle være kommet frem til et andet resultat uden derved at udhule sin egen praksis vedrørende efterfølgende fusioner, eftersom det ville være betænkeligt at behandle efterfølgende fusioner og direkte fusioner forskelligt.¹⁷⁶

¹⁷⁰ Mads Ilum & Bjørn Krog Andersen, ET 2007.4, s. 4.

¹⁷¹ Søren Høgh Thomsen & Martin Christian Kruhl, *Selvfinansiering & fusion*, NTS 2011:3, s. 63.

¹⁷² Se f.eks. Mads Ilum & Bjørn Krog Andersen, ET 2007.4, s. 4, Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 764 og Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, R&R nr. 12, 2008, s. 7.

¹⁷³ Jan Schans Christensen, *Contested Takeovers*, 1991, s. 249. Forfatteren ses dog ikke at have gentaget denne betragtning i senere juridiske udgivelser.

¹⁷⁴ Dette har Erhvervsstyrelsen ligeledes udtalt i sagen af 1. november 2006.

¹⁷⁵ Betænkning nr. 1498/2008, s. 1022.

¹⁷⁶ Søren Høgh Thomsen & Martin Christian Kruhl, NTS 2011:3, s. 65.

5.6. Sammenfattende

Selvfinansieringsreglernes forrang for fusionsreglerne har vakt undren i den juridiske litteratur, som, blandt andet med henvisning til retstilstanden for udbytte og kapitalnedsættelse, har gjort gældende, at også fusionsreglerne bør have karakter af *lex specialis*. Erhvervsstyrelsen har desuagtet opretholdt dets praksis, som, foruden »efterfølgende fusioner«, tilmed omfatter »direkte fusioner«. Det kan følgelig konkluderes, at selvfinansieringsforbuddet – indtil domstolene giver udtryk for det modsatte – udgør en begrænsning af selskabers mulighed for at fusionere.

6. Koncernlån

6.1. Indledende

Koncernbegrebet defineres i selskabslovens §§ 6 og 7 og betegner en særlig selskabsretlig konstruktion bestående af et moderselskab¹⁷⁷ med bestemmende indflydelse¹⁷⁸ over et eller flere datterselskaber.¹⁷⁹

Karakteristisk for en koncern er ydermere, at koncernselskaberne agerer som en økonomisk enhed samtidig med, at hvert enkelt koncernselskab bibeholder sin status som værende en selvstændig juridisk enhed. Ifølge Poul Krüger Andersen er der således tale om ”*en selskabsretlig hybrid, på en gang flerhed og enhed.*”¹⁸⁰

Med henvisning til koncerners særlige karakteristik anfører Jan Schans Christensen, at adgangen til at yde lovlige koncernlån i medfør af selskabslovens § 211 er et eksempel på, hvorledes retsordenen anerkender, at det i hvert fald i visse sammenhænge kan være rimeligt ”*at tillade en økonomisk optimering af enheden, uanset at der er tale om en flerhed af juridiske enheder.*”¹⁸¹

Det fremgår imidlertid ikke af bestemmelsen, i hvilke tilfælde en sådan økonomisk optimering ikke er rimelig. Til forskel fra reglerne om lovlig kapitalafgang opstiller selskabslovens § 211 således hverken betingelser eller begrænsninger for datterselskabers adgang til at yde økonomisk bistand til dets moderselskab.¹⁸²

Det skal derfor i det følgende undersøges, i hvilket omfang selvfinansieringsforbuddet begrænser denne adgang.

Koncernlån i form af »cash pooling« behandles særskilt i afsnit 7, hvortil der henvises. Koncernlån ydet i overensstemmelse med selskabslovens regler om lovlig selvfinansiering vil ikke blive behandlet særskilt, idet koncerner ikke er underlagt særlige regler i relation hertil. I stedet henvises til afsnit 3, hvor de i selskabslovens § 206, stk. 3, og §§ 207-209 opstillede betingelser gennemgås.

¹⁷⁷ Hvilke udenlandske moderselskaber der omfattes af selskabslovens § 211 er angivet i Bekendtgørelse nr. 275 af 2. marts 2010. For en historisk gennemgang af praksis se Erhvervsstyrelsens notat ”Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber”, (sag 01-178.795), s. 39-40. Spørgsmålet vil ikke være genstand for yderligere behandling i dette speciale.

¹⁷⁸ Bestemmende indflydelse defineres som beføjelsen til at styre en dattervirksomheds økonomiske og driftsmæssige beslutninger, jf. selskabslovens § 7, stk. 1.

¹⁷⁹ Se blandt andre Paul Krüger Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret*, 12. udgave, 2013, s. 118 ff, og Bernhard Gomard og Peer Schaumburg-Müller, *Kapitalselskaber*, 7. udgave, 2013, s. 115 ff.

¹⁸⁰ Paul Krüger Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret*, 12. udgave, 2013, s. 118.

¹⁸¹ Jan Schans Christensen, *Selskabsloven med kommentarer*, 1. udgave, 2012, s. 570.

¹⁸² Det har været diskuteret, om udlån til moderselskab skulle begrænses til de frie reserver eller egenkapitalen, se herom Erhvervsstyrelsens notat ”Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber (sag 01-178.795), s. 67 ff.

6.2. Forbuddene

Økonomisk bistand koncernselskaber imellem er som udgangspunkt omfattet af forbuddet mod kapitalejerslån i selskabslovens § 210. Dette gælder blot ikke datterselskabers bistand til dets moderselskab, jf. selskabslovens § 211. Det er derfor fuldt ud legalt, når et datterselskab for eksempel yder lån til sit moderselskab med henblik på moderselskabets erhvervelse af et edb-system eller lignende.¹⁸³

Adgangen til at yde moderselskabslån er dog ikke ubegrænset.¹⁸⁴ Således er det fast antaget i teori¹⁸⁵ og praksis,¹⁸⁶ at selvfinansieringsforbuddet har forrang for reglerne om koncernlån. Erik Werlauff formulerer det på den måde, at ”*selvfinansieringens retsstridighed har forrang for koncernlånets retsmæssighed.*”¹⁸⁷ Midler der ydes til et moderselskab som selvfinansiering, skal følgelig ydes efter reglerne i selskabslovens § 206, stk. 3, og §§ 207-209.

Spørgsmålet er herefter, hvornår der foreligger henholdsvis ulovlig selvfinansiering og lovlige koncernlån. I forbindelse med besvarelsen af dette spørgsmål skal tre forhold undersøges nærmere, nemlig transaktionens tidsmæssige aspekt, moderselskabets subjektive hensigt og den faktiske anvendelse af de lånte midler.

6.3. Det tidsmæssige aspekt

Før køber erhverver kapitalandele i målselskabet, er køber ikke et moderselskab i relation til målselskabet, hvorfor situationen falder uden for selskabslovens §§ 210 og 211. I stedet er sælgers økonomiske bistand til køber direkte omfattet af selskabslovens § 206, stk. 1.

Efter køber har erhvervet kapitalandele i et sådan omfang, at køber har bestemmende indflydelse i målselskabet, omfattes situationen derimod af selskabslovens §§ 210 og 211. Udbetales der på dette tidspunkt et moderselskabslån, er lånet umiddelbart omfattet af selskabslovens § 211.

Selvfinansieringsforbuddet vil dog reelt være indholdsløst, såfremt moderselskabet dagen efter erhvervelsen lovligt kan modtage et lån fra målselskabet med henblik på betaling af købesummen.¹⁸⁸ Det er derfor af Mads Ilum og Bjørn Krog Andersen blevet anført, at efterfinansiering af en transaktion gennem koncernlån ikke er mulig.¹⁸⁹ Andre forfattere advokerer omvendt for, at køber ikke for tid og evighed er afskåret fra at modtage lån fra målselskabet,¹⁹⁰ da dette ville være at strække selvfinansieringsforbuddet for langt. Således anfører Erik Werlauff, at ”*det selskab, der har overtaget et andet selskab, ikke for stedse er afskåret fra at modtage koncernlån fra dette*”¹⁹¹ og Poul Krüger Andersen, at selvfinansieringsforbuddets begrænsning af kon-

¹⁸³ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 763 og Henrik Steffensen, Lars Bunch, Jan-Christian Nilsen og Thomas Booker, Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 444.

¹⁸⁴ Det bemærkes, at ledelsen i datterselskabet – udover selvfinansieringsforbuddet – tilmed er ansvarlig for at overholde selskabslovens bestemmelser om forsvarlig formueforvaltning.

¹⁸⁵ Se blandt andet Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 1006, Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 815, Jan Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 571, Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 1. udgave, 2007, s. 59, Paul Krüger Andersen, Studier i Dansk koncernret, 1997, s. 596 og Betænkning nr. 1498/2008, s. 498.

¹⁸⁶ Se for eksempel Erhvervsstyrelsens udtalelse af 16. april 2013, hvor det fremgår, at selskabslovens § 211 alene indeholder en undtagelse til fra selskabslovens § 210. Se i øvrigt gennemgangen af Erhvervsstyrelsens praksis af Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen i R&R 2008, nr. 12.

¹⁸⁷ Erik Werlauff, U.2001B.381, s. 383.

¹⁸⁸ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån & Selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 161.

¹⁸⁹ Mads Ilum & Bjørn Krog Andersen, ET 2007.4, s. 4.

¹⁹⁰ Erik Werlauff, U.2006B.365, s. 368, Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån & Selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 161, Nils Kjellegaard Jensen, Selskabsretlig håndbog, 2. udgave, 2010, s. 195, Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 1. udgave, 2007, s. 65, og Paul Krüger Andersen, Studier i Dansk koncernret, 1997, s. 596.

¹⁹¹ Erik Werlauff, U.2006B.365, s. 368.

cernlånet på et eller andet tidspunkt må høre op, ”således at man falder tilbage på hovedreglen om, at koncernlån er tilladt.”¹⁹²

Nils Kjellegaard Jensen er enig i den af blandt andre Erik Werlauff og Poul Krüger Andersen fremførte påstand og påpeger, at problemet i praksis er at fastslå og tage stilling til, hvor længe et koncernlån er udelukket som følge af en forudgående kapitalandelerhvervelse.¹⁹³

I en sag af 27. juni 1994¹⁹⁴ udtaler Erhvervsstyrelsen, at den samlede virkning af fremgangsmåden som helhed indebærer ulovlig selvfinansiering. Det er dog især sammenhængen i tid og beløb, som ifølge Nils Kjellegaard Jensen medfører, at dispositionen strider imod selvfinansieringsforbuddet.¹⁹⁵ I overensstemmelse hermed anfører Søren Skjerbek, at den tidsmæssige sammenhæng mellem erhvervelsen og koncernlånet må indgå i vurderingen med betydelig vægt.¹⁹⁶ Modsat Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, der ikke mener, at det tidsmæssige aspekt bør tillægges afgørende vægt.¹⁹⁷ I samme retning konkluderer Søren Høgh Thomsen og Martin Christian Kruhl med henvisning til Erhvervsstyrelsens praksis, at det centrale for koncernlånets lovlighed ikke er, hvor lang tid der er gået efter erhvervelsen.¹⁹⁸

En gennemgang af nyere administrativ praksis¹⁹⁹ fra Erhvervsstyrelsen indikerer rigtig nok, at det tidsmæssige aspekt ikke er afgørende.²⁰⁰ Således har Erhvervsstyrelsen i en række sager udtalt, at det afgørende er, om lånet fra datterselskabet anvendes til at betale akkvisitions-gælden, jf. herom afsnit 6.5, og ikke hvor lang tid der er mellem overtagelsen og det efterfølgende lån.²⁰¹ I en kendelse af 16. juni 2014²⁰² stadfæster Erhvervsankenævnet Erhvervsstyrelsen afgørelse af 8. november 2013, hvor Erhvervsstyrelsen fandt et koncernlån i strid med selvfinansieringsforbuddet, uagtet at koncernlånet var udbetalt et halvt år efter erhvervelsen. Erhvervsstyrelsen udtalte i sagen, at det tidsmæssige aspekt ikke var afgørende for koncernlånets forenelighed med selvfinansieringsforbuddet.

Jan Schans Christensen er som udgangspunkt enig med Erhvervsstyrelsen i, at det tidsmæssige aspekt ikke har afgørende betydning for koncernlånets lovlighed. Dog mener forfatteren, at tidspunktet for lånoptagelsen har bevismæssig betydning, idet lån, der ydes lang tid efter erhvervelsen, formodentligt ikke har været en del af den samlede finansieringsplan.²⁰³

Sammenfattende kan det anføres, at det tidsmæssige aspekt har vundet større indpas i den juridiske teori end i praksis, hvor andre momenter vægtes tungere, jf. herom umiddelbart nedenfor.

6.4. Den subjektive hensigt

Erhvervsstyrelsen har i administrativ praksis²⁰⁴ opstillet visse betingelser for, at et koncernlån ikke er i konflikt med selvfinansieringsreglerne. Én af disse betingelser er, at udlånet ikke må have indgået i finansieringsplanerne for overtagelsen af kapitalandelene i datterselskabet. Selvsamme styrelse har imidlertid i en række sager udtalt, at det ikke ændrer på styrelsens vurdering, at det i forbindelse med en overtagelse af et datterselskab ikke har været forudsat, at der efter-

¹⁹² Paul Krüger Andersen, Studier i Dansk koncernret, 1997, s. 596-597.

¹⁹³ Nils Kjellegaard Jensen, Selskabsretlig håndbog, 2. udgave, 2010, s. 195-196. Se ligeledes Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 1. udgave, 2007, s.59.

¹⁹⁴ J.nr. 94-39.266

¹⁹⁵ Nils Kjellegaard Jensen, Selskabsretlig håndbog, 2. udgave, 2010, s. 195

¹⁹⁶ Søren Skjerbek, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 76 og Nils Kjellegaard Jensen, Selskabsretlig håndbog, 2. udgave, 2010, s. 195

¹⁹⁷ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån & Selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 163.

¹⁹⁸ Søren Høgh Thomsen & Martin Christian Kruhl, NTS 2011:3, s. 61.

¹⁹⁹ Se eksempelvis Erhvervsstyrelsens udtalelse af 1. februar 2002.

²⁰⁰ Lars Bunch og Jan- Christian Nilsen, R&R nr. 12, 2008, s. 6.

²⁰¹ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 762.

²⁰² J.nr. 2013-0036082

²⁰³ Jan Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 558.

²⁰⁴ Se blandt andet Erhvervsstyrelsens udtalelse af 20. oktober 2002.

følgende skulle ske udlån af midler fra datterselskabet til moderselskabet.²⁰⁵ Således synes Erhvervsstyrelsen ikke at efterleve sine egne betingelser.

I den juridiske teori er der såvel tilhængere som kritikere af den af Erhvervsstyrelsens anlagte praksis. Jan Schans Christensen anfører, at det er formålet med lånet, der er afgørende, hvorfor et lån først er i strid med selvfinansieringsforbuddet, når det har været en del af den samlede finansieringsplan.²⁰⁶ I tråd hermed plæderer Jacob Lund-Andersen for, at »forbindelseskra- vet«²⁰⁷ ikke er opfyldt, hvis ikke koncernlånet har været en del af finansieringsplanen.²⁰⁸ Samme forfatter sår tvivl om foreneligheden mellem Erhvervsstyrelsens praksis og selskabsloven, idet der hverken i forarbejderne eller i retspraksis synes at være belæg for, at selvfinansieringsforbuddet omfatter ikke planlagte efterfølgende dispositioner. Jacob Lund-Andersen konkluderer derfor, at Erhvervsstyrelsens praksis baseres på en tvivlsom hjemmel.²⁰⁹ Også Werlauff tillægger moderselskabets hensigt med lånet betydning. Således sonderer Werlauff mellem (ulovlige) på forhånd planlagte koncernlån og (lovlige) ikke på forhånd planlagte koncernlån.²¹⁰ I samme retning anfører Søren Skjerbek, at det må tillægges betydelig vægt i bedømmelsen, om koncernlånet fremstår som en planlagt del af finansieringen af overtagelsen.²¹¹

Omvendt (men i overensstemmelse med Erhvervsstyrelsens praksis) anfører Søren Høgh Thomsen og Martin Christian Kruhl, at det centrale i henseende til koncernlånets lovlighed ikke er, hvad der har været forudsat ved erhvervelsen af kapitalandelene.²¹² I samme retning anfører Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, at nok indgår købers hensigt i bedømmelsen, men afgørende vægt tillægges hensigten ikke.²¹³ Ligeledes Lars Bunch og Ida Rosenberg som på baggrund Erhvervsstyrelsens praksis konkluderer, at det ikke ændrer på koncernlånets lovlighed, at det i forbindelse med en overtagelse af et datterselskab ikke har været forudsat, at der efterfølgende skulle ske en refinansiering af gælden via midler fra datterselskabet.²¹⁴

Den juridiske teori er, som overstående antyder, ikke enig. Erhvervsstyrelsens praksis synes dog ingenlunde at lade sig påvirke heraf, idet Erhvervsstyrelsen senest i den ovenfor omtalte sag for Erhvervsankenævnet²¹⁵ har udtalt, at det afgørende ikke er, om koncernlånet har indgået i den oprindelige finansieringsplan, men om dette faktisk anvendes til at finansiere erhvervelsen, jf. herom umiddelbart nedenfor.

6.5. Den faktiske anvendelse

Hvorvidt midlerne fremkommet ved koncernlån de facto anvendes til at afdrage på akkvisitionsgælden eller ej, spiller en afgørende rolle i Erhvervsstyrelsens bedømmelse af, om et givent koncernlån er foreneligt med selvfinansieringsforbuddet.²¹⁶ Erhvervsstyrelsen anfører blandt andet i en sag fra august 2008, at det væsentligste er, om koncernlånet faktisk anvendes til finansieringen af erhvervelsen af kapitalandelene i datterselskabet. Samme argumentation benyttes i sagen for Erhvervsankenævnet²¹⁷ med afsagt kendelse d. 16. juni 2014, hvor Erhvervsstyrelsen til støtte for sin påstand om koncernlånets ulovlighed anfører, at ”*det er afgørende, at*

²⁰⁵ Se eksempelvis Erhvervsstyrelsens anbringender i sagen for Erhvervsankenævnet med afsagt kendelse den 16. juni 2014. Se yderligere Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 762.

²⁰⁶ Jan Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 2012, s. 558.

²⁰⁷ ”Forbindelseskra- vet” udtrykker sammenhængen mellem den økonomiske bistand og erhvervelsen, som ifølge forfatteren er en forudsætning for selvfinansieringsforbuddets anvendelse, jf. nærmere U 2012B.119.

²⁰⁸ Jacob Lund-Andersen, U 2012B.119, s.121-122.

²⁰⁹ Jacob Lund-Andersen, U 2012B.119, s. 122.

²¹⁰ Erik Werlauff, U.2001B.381, s. 383 og samme, Selskabsret, 9. udgave, 2013, s. 323.

²¹¹ Søren Skjerbek, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 76.

²¹² Søren Høgh Thomsen & Martin Christian Kruhl, NTS 2011:3, s. 61.

²¹³ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån & Selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 163.

²¹⁴ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 762.

²¹⁵ Erhvervsankenævnets kendelse den 16. juni 2014 (J.nr. 2013-0036082).

²¹⁶ Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, R&R nr. 12, 2008.

²¹⁷ Erhvervsankenævnets kendelse den 16. juni 2014 (J.nr. 2013-0036082).

lånet faktisk er anvendt til at finansiere aktiekøbet, herunder ved nedbringelse af mellemfinansiering, uanset hvor lang tid efter aktiekøbet og betalingen af købesummen dette sker, og uanset om dette har indgået i den oprindelige finansieringsplan.”

Selvom det til støtte for denne praksis kan anføres, at et koncernlån, som indgår i finansieringsplanerne, næppe kan være i strid med selvfinansieringsforbuddet, så længe midlerne fra lånet ikke anvendes til afdrag på akkvisitionslånet, er ikke alle enige i Erhvervsstyrelsens praksis. Således anfører såvel Jacob Lund-Andersen som Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, at Erhvervsstyrelsens praksis ikke har hjemmel i selskabsloven, dens motiver eller dens EU-retlige baggrund.²¹⁸ Heller ikke Søren Skjerbek mener, at den faktiske anvendelse bør være eneafgørende for koncernlånets (u)lovlighed, idet såvel det tidsmæssige aspekt som den subjektive hensigt skal inddrages i bedømmelsen heraf.²¹⁹

Omvendt gør Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen gældende, at det som udgangspunkt er afgørende, hvad lånet de facto anvendes til.²²⁰ I samme retning anfører Henrik Steffensen mfl., at det afgørende er, om udlånet i sidste ende medvirker til, at fremmedfinansiering optaget i forbindelse med købet nedbringes med de udlånte midler på et eller andet niveau i koncernen.²²¹ Ligeledes Anders Nyboe Andersen og Morten Melander som på baggrund af administrativ praksis konkluderer, at det især er afgørende, om det pågældende koncernlån indgår i overtagelsesfinansieringsstrukturen.²²²

I hvilket omfang midler fra et koncernlån de facto anvendes til tilbagebetaling af akkvisitionsgæld eller ej, er imidlertid ikke altid oplagt. En forudsætning for vurderingen heraf er, at det på tilbagebetalingstidspunktet fortsat er muligt at adskille akkvisitionsgæld fra øvrig gæld. En sådan adskillelse vil efter en årrække ofte være vanskeliggjort af, at moderselskabet har sammenblandet akkvisitionsgælden med sin øvrige gæld. Dette var netop scenariet i en sag, som Erhvervsstyrelsen udtalte sig om d. 16. april 2013.²²³ Styrelsen udtalte i den forbindelse, at en sådan sammenblanding ikke nødvendigvis udelukker enhver mulighed for at yde og modtage koncernlån, men at ledelsen er ansvarlig for at sikre og dokumentere, at det alene er driftsgælden, der betjenes ved transaktionen, mens akkvisitionsgælden er uberørt heraf. Kravene til ledelsens dokumentation er dog ikke yderligere specificeret i udtalelsen, men det må forventes, at ledelsen som minimum skal være i stand til at identificere, hvor stor en del af den samlede gæld der er akkvisitionsgæld og herefter sikre, at der ikke afdrages mere, end at der fortsat skyldes et tilsvarende beløb. På den måde sikrer ledelsen, at koncernlånet matematisk set ikke servicerer akkvisitionsgælden.

6.6. Sammenfattende

Selvfinansieringsforbuddet begrænser i et vist omfang muligheden for at yde og modtage lovligt koncernlån. Visse dele af den juridiske teori giver udtryk for, at der eksisterer en gråzone mellem lovlige og ulovlige koncernlån, hvor især det tidsmæssige aspekt og den subjektive hensigt tillægges vægt. Andre dele af den juridiske teori samt Erhvervsstyrelsen skeler derimod alene til, om de lånte midler de facto anvendes til at tilbagebetale akkvisitionsgælden eller ej. Sidstnævnte fremgangsmåde forhindrer ifølge Jacob Lund-Andersen omgåelse af selvfinansieringsforbuddet og sikrer en mere forudsigelig retstilstand.²²⁴ Omvendt kan det frygtes, at Erhvervsstyrelsens praksis potentielt hindrer sunde lån begrundet i kommercielle hensyn og som

²¹⁸ Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 1006. Ligeledes Jacob Lund-Andersen, U 2012B.119.

²¹⁹ Søren Skjerbek, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 76

²²⁰ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån & Selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 163.

²²¹ Henrik Steffensen, Lars Bunch, Jan-Christian Nilsen og Thomas Booker, Transaktioner i selskaber, 1. udgave, 2014, s. 447.

²²² Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 1. udgave, 2007, s. 60.

²²³ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 815.

²²⁴ Jacob Lund-Andersen, U 2012B.119, s. 125.

eventuelt flere år efter overdragelsen tilfældigvis indgår på en konto, hvorfra der blandt andet betales afdrag på akquisitionsgælden. Et sådant lån er ikke umiddelbart kerneområdet for selvfinansieringsforbuddet, men ikke desto mindre er lånet efter nuværende praksis i strid hermed.

7. Cash pool

7.1. Indledende

En særlig form for koncernlån er de såkaldte cash pool-ordninger, hvor koncernforbundne selskaber samarbejder om at sikre likviditetsudligning, således at et selskab med overskydende likviditet kan overføre denne til et selskab med underskudslikviditet.²²⁵ Cash pool-ordninger adskiller sig fra ordinære lån ved, at det enkelte selskabs indestående/lån fra ordningen ikke er et fast beløb, men derimod hele tiden varierer i forhold til selskabets overskud af likviditet eller likviditetsbehov.²²⁶

Der findes overordnet to former for cash pooling.²²⁷ Egentlig pooling og imaginær pooling.²²⁸ Førstnævnte indebærer en egentlig likviditetstilførsel og samling af likviditet på en fælles koncernkonto, hvorimod sidstnævnte blot etablerer en ordning, hvor koncernens konti behandles under et, således at koncernen kun svarer rente af det samlede nettobeløb.²²⁹

Koncernselskabernes incitament til at indgå i sådanne arrangementer varierer, men vil typisk bestå af fordele såsom forøgelse af renteindtægter, formindskelse af renteudgifter, forbedret administration og styring af likviditeten.²³⁰

Cash pool-ordninger omtales ikke eksplicit i selskabsloven,²³¹ men er som udgangspunkt omfattet af forbuddet mod kapitalejerlån i selskabslovens § 210. Er de deltagende selskaber moder- og datterselskaber, er ordningen dog undtaget efter selskabslovens § 211. Dette gælder imidlertid kun danske og de i bekendtgørelsen nr. 275 af 25. marts 2010, nævnte udenlandske moderselskaber. Uden for disse tilfælde vurderer Erhvervsstyrelsen i hvert enkelt tilfælde, hvorvidt den konkrete cash pool-ordning er en sædvanlig forretningsmæssig disposition omfattet af selskabslovens § 212.²³² Det bemærkes, at Erhvervsstyrelsen har haft en skiftende praksis på dette område²³³, men at det nu (igen) afhænger af en konkret vurdering, hvor ordningens formål, forsvarlighed, almindelighed og risiko indgår som vægtige momenter.²³⁴

Eftersom selskabslovens §§ 211 og 212 alene er undtagelser til selskabslovens § 210 og ikke til selskabslovens § 206, stk. 1, vil cash pool-ordningernes lovmæssighed i forhold til selvfinansie-

²²⁵ Betænkning nr. 1498/2008, s. 508.

²²⁶ Erhvervsstyrelsens notat "Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber", (sag 01-178.795), s. 77.

²²⁷ Det bemærkes, at cash pool-ordninger kan antage mange forskellige former, men at disse to ordninger i teorien bliver nævnt som typiske cash pool-arrangementer. Se blandt andet Erhvervsstyrelsens notat "Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber", (sag 01-178.795), s. 78, Niels Bang Sørensen, NTS 2004:4, s. 453, Søren Skjærbek, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 77, og Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 1. udgave, 2007, s. 61.

²²⁸ Forskellige termer anvendes i den juridiske teori, såsom "zero balancing" og "notional cash pooling".

²²⁹ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 1. udgave, 2007, s. 61.

²³⁰ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt, NTS 2002:4, s. 451, Niels Bang Sørensen, NTS 2004:4, s. 454 og Lennart Lyngé Andersen, Søren Buhl, Bernhard Gomard, Jesper Lau Hansen, Lars Gordon og Lennart Johansson, Emner i kredit- og kapitalmarkedsretten, 1. udgave, 2004, s. 48-49.

²³¹ Moderniseringsudvalget udtaler i Betænkning nr. 1498/2008, s. 509-510, at cash pool-ordninger ikke egner sig til lovregulering, idet cash pool-ordninger er meget forskelligartet.

²³² Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 815-816.

²³³ Se herom Erhvervsstyrelsens notat "Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber", (sag 01-178.795), s. 76 ff.

²³⁴ Se om denne konkrete vurdering Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt, NTS 2002:4, s. 452, Niels Bang Sørensen, NTS 2004:4, s. 454 ff., og Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 815 ff.

ringsforbuddet i det følgende blive behandlet. Yderligere bemærkninger om incitamenterne til at indgå i en cash pool-ordning og Erhvervsstyrelsens tidligere praksis på området vil ikke blive inddraget.

7.2. Forudgående og efterfølgende deltagelse i en cash pool-ordning

En cash pool-ordning kan komme i konflikt med selvfinansieringsforbuddet på to forskellige måder. Dels ved at målselskabet i forvejen er et datterselskab, som indgår i det cash pool-arrangement, hvorfra moderselskabets erhvervelse af yderligere kapitalandele i datterselskabet finansieres. Dels ved at målselskabet – efter moderselskabets erhvervelse af kapitalandele i målselskabet – indtræder i det cash pool-arrangement, hvorfra erhvervelsen finansieres.²³⁵

Årsagen til at disse to situationer er problematiske i forhold til selvfinansieringsforbuddet er, at det i begge situationer kan forekomme, at målselskabets midler anvendes til at finansiere erhvervelsen af kapitalandele i målselskabet.

I den juridiske teori²³⁶ og praksis²³⁷ anføres det derfor, at lovligheden af målselskabets deltagelse i en cash pool-ordning afhænger af, om koncernen kan dokumentere eller sandsynliggøre, at målselskabets midler ikke medvirker til moderselskabets erhvervelse. En sådan dokumentation vanskeliggøres dog i praksis af midlernes sammenblanding og generiske karakter²³⁸, jf. sammenlignelige betragtninger i afsnit 6.5 om sammenblanding af moderselskabets akkvisitions-gæld og øvrig gæld.²³⁹

Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen beskriver problemstillingen på den måde, at det ved deltagelse i en cash pool-ordning ikke længere er muligt at ”*skille det varme vand fra det kolde*”²⁴⁰. Ikke desto mindre er der bred enighed i teorien om, at dette faktum ikke umuliggør målselskabets fortsatte eller efterfølgende deltagelse i en cash pool-ordning med moderselskabet, da dette vil være at udstrække selvfinansieringsforbuddet for langt.²⁴¹ Visse forfattere argumenterer dog for, at en sammenblanding af koncernselskabernes midler i en cash pool-ordning skaber en formodning for, at målselskabets midler anvendes i strid med selvfinansieringsforbuddet.²⁴² Således anfører såvel Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt som Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, at den manglende adskillelse af deltagernes midler medfører en formodning for, at også målselskabets midler anvendes til finansiering af moderselskabets erhvervelse af kapitalandele i målselskabet. Omvendt plæderer Søren Skjervek – med direkte henvisning til Anders Nyboe Andersen og Morten Melander – for, at der må foretages en konkret bedømmelse af omstændighederne, uden at der opstilles nogen egentlig formodningsregel.²⁴³

²³⁵ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udgave, 2007, s. 62 og Søren Skjervek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 1, 2009, s. 78.

²³⁶ Se blandt andre Søren Skjervek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 1, 2009, s. 81 og Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt, *NTS 2002:4*, s. 458.

²³⁷ Se eksempelvis Erhvervsstyrelsens udtalelse fra 15. marts 2011.

²³⁸ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 165, Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt, *NTS 2002:4*, s. 458 og Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udgave, 2007, s. 62.

²³⁹ Således antages det i begge situationer, at en sammenblanding af koncernselskabernes midler ikke kategorisk udelukker hhv. koncernlån og cash pooling, men at midlernes anvendelse skal kunne dokumenteres.

²⁴⁰ Kruhl, Martin Christian og Sørensen, Ole B., *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 165.

²⁴¹ Dette er der bred enighed om i teorien, se eksempelvis Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt, *NTS 2002:4*, s. 458, Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 165 og Søren Skjervek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 80.

²⁴² Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udgave, 2007, s. 62, 63 og 65, Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 165 og Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt, *NTS 2002:4*, s. 458.

²⁴³ Søren Skjervek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 82, note 132.

Uanset om en sådan formodningsregel i teorien antages at eksistere eller ej, er det ifølge Erhvervsstyrelsens praksis fortsat afgørende for cash pool-ordningens lovlighed, om koncernen kan dokumentere, at der ikke er sammenhæng mellem finansieringen af overtagelsen og deltagelsen i cash pool-ordningen. Nedenfor i afsnit 7.3 og 7.4 diskuteres derfor forskellige momenter af betydning for koncernens dokumentationskrav.

7.3. Den tidsmæssige sammenhæng

I overensstemmelse med afsnit 6.3, om det tidsmæssige aspekt i relation til koncernlån, er det ikke muligt at fastsætte en bestemt tidsperiode, hvorefter det er legalt for et målselskab at indtræde i en cash pool-ordning med dets moderselskab.

I administrativ praksis har Erhvervsstyrelsen udtalt, at tiden fra overtagelsen ikke spiller nogen selvstændig rolle for et målselskabs mulighed for lovligt at indtræde i en cash pool-ordning.²⁴⁴ Dette til trods synes den juridiske teori at tillægge den tidsmæssige sammenhæng bevismæssig betydning i forbindelse med overholdelsen af selvfinansieringsforbuddet. Således anfører Søren Skjerve, at det forhold, at der er forløbet en vis rum tid, inden målselskabet indtræder i cash pool-ordningen, taler for, at målselskabet ikke yder lån for sin egen overtagelse, samt at den manglende tidsmæssige sammenhæng medfører, at kravene til koncernens dokumentation svækkes.²⁴⁵ I tråd hermed gør Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt gældende, at jo længere tid der går, desto større krav til begrebet »i forbindelse med« må der antages at gælde, før selvfinansieringsforbuddet aktiveres.²⁴⁶

Det kan af overstående udledes, at det tidsmæssige aspekt i relation til cash pool-ordninger, på linje med det tidsmæssige aspekt i relation til koncernlån, har vundet større indpas i den juridiske teori end i praksis.

7.4. Den økonomiske sammenhæng

I Erhvervsstyrelsens udtalelse af 15. marts 2011²⁴⁷ fremgår det, at det er en betingelse for cash pool-ordningens lovmæssighed i forhold til selvfinansieringsforbuddet, at koncernen kan dokumentere, at målselskabets deltagelse i cash pool-ordningen ikke indgår i moderselskabets finansieringsplan, samt at deltagelsen heller ikke er nødvendig for at opnå den fornødne finansiering.

Hvad angår spørgsmålet, om hvorvidt cash pool-ordningen indgår i finansieringsplanen, henvises til afsnit 6.4 om den subjektive hensigt med koncernlån.

I relation til betingelsen om at moderselskabet skal have tilstrækkelige midler til at finansiere overtagelsen på egen hånd, konstaterer styrelsen i den konkrete sag, at det på baggrund af målselskabets begrænsede størrelse i forhold til den samlede koncern, samt købesummens begrænsede størrelse i forhold til modervirksomhedens og koncernens balance og indtjening, må forudsættes, at moderselskabet uden bidrag fra målselskabet er i stand til at betale renter og afdrag på akkvisitionslånet. Erhvervsstyrelsen konkluderer derfor, at den påtænkte cash pool-ordning ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet.

Betragtningerne gjort gældende af Erhvervsstyrelsen kan på sin vis synes irrelevante i vurderingen af cash pool-ordningens forenelighed med selvfinansieringsforbuddet. Dette skyldes, som anført af Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt, at selvfinansieringsforbuddet ikke alene hindrer situationer, hvor målselskabet finansierer hele moderselskabets erhvervelse, men tillige omfatter delvis finansiering.²⁴⁸ Samt, som anført af Martin Christian Kruhl og Ole B.

²⁴⁴ Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, R&R nr. 12, 2008.

²⁴⁵ Søren Skjerve, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 80 og 81.

²⁴⁶ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt, NTS 2002:4, s. 458.

²⁴⁷ Sagen gennemgås af blandt andre af Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 821-824.

²⁴⁸ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt, NTS 2002:4, s. 458, note 30.

Sørensen, at beløbets størrelse er uden betydning, eftersom selvfinansieringsforbuddet ikke indeholder nogen bagatelgrænse.²⁴⁹

Ikke desto mindre er den juridiske teori enig i den af Erhvervsstyrelsen anlagte praksis. Således udtaler Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt, at moderselskabets mulighed for at afvikle akkvisitionsgælden med egne midler er et forhold som medvirker til, at brugen af cash pool-ordninger muliggøres.²⁵⁰ I samme retning anfører Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, at tilfælde, hvor moderselskabet råder over så store midler i forhold til kapitalandelenes købesum, at det er åbenbart, at målselskabets midler ikke er nødvendige som finansiel support, ikke er i konflikt med selvfinansieringsforbuddet.²⁵¹ Endelig udtaler Søren Skjerbek, at det er hensigtsmæssigt, om moderselskabet kan dokumentere, at det kan finansiere erhvervelsen af målselskabet uden brug af cash pool-ordningen.²⁵²

Moderselskabets mulighed for selvstændigt at finansiere erhvervelsen af kapitalandelene i det pågældende målselskab synes således at danne et kraftigt indicium for, at der ikke eksisterer en retsstridig forbindelse mellem finansieringen af overtagelsen og deltagelsen i cash pool-ordningen.

7.5. Cash pool-formens selvstændige betydning i relation til selvfinansieringsforbuddet

I afsnit 7.1. er der redegjort for egentlig pooling og imaginær pooling, som i det væsentligste adskiller sig ved, at førstnævnte ordning etablerer en pengestrøm mellem de deltagende koncernselskaber, hvorimod sidstnævnte ordning alene baserer sig på en rentekompensationsmodel. Hvorvidt anvendelsen af den ene ordning henholdsvis den anden ordning har betydning for overholdelsen af selvfinansieringsforbuddet, er der uenighed om i den juridiske teori. På den ene side anfører Søren Skjerbek, at det ikke er afgørende, hvilken af modellerne et selskab konkret anvender²⁵³, imens det på den anden side af Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen anføres, at lovligheden netop afhænger af, hvilken type ordning der anvendes.²⁵⁴

Diskussionen i teorien vedrører spørgsmålet om, hvorvidt målselskabets deltagelse i en imaginær cash pool-ordning kan være i strid med selvfinansieringsforbuddet. Anderledes enig er teorien nemlig for så vidt angår et målselskabs deltagelse i en egentlig cash pool-ordning, idet moderselskabets anvendelse af målselskabets midler til fordel for akkvisitionsgælden udgør et klart brud på selvfinansieringsforbuddet.

Til forskel fra egentlig pooling medfører imaginær pooling ikke, at moderselskabet får mulighed for at disponere over målselskabets midler i strid med selvfinansieringsforbuddet. Som følge heraf plæderer Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen for, at udgangspunktet er, at »interest netting« ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet. I samme retning konkluderer Lars Bunch og Ida Rosenberg, at ordninger, som alene omfatter en rentesats, der beregnes ud fra den samlede saldo for koncernen, slet ikke anses for at være en cash pool-ordning.²⁵⁵ Henrik Steffensen mfl. er enig i det af Lars Bunch og Ida Rosenberg anførte, og begrundet dette med, at imaginær pooling ikke overfører ressourcer, men alene er en metode til at få minimeret den samlede rentebetaling.²⁵⁶ Helt så kategorisk anskuer Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen imidlertid ikke problemstillingen. Forfatterne tager således forbehold for situationer, hvor det efter en konkret vurdering af en imaginær cash pool-ordning viser sig, at det i realiteten er måls-

²⁴⁹ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 165.

²⁵⁰ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt, *NTS 2002:4*, s. 458.

²⁵¹ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udgave, 2007, s. 63.

²⁵² Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 81.

²⁵³ Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 78.

²⁵⁴ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 164.

²⁵⁵ Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 815.

²⁵⁶ Henrik Steffensen, Lars Bunch, Jan-Christian Nilsen og Thomas Booker, *Transaktioner i selskaber*, 1. udgave, 2014, s. 351-352.

elskabets midler, der finansierer kapitalandelerhvervelsen. En sådan situation forligger eksempelvis, når målselskabet er det eneste deltagende koncernselskab med overskydende likviditet samtidig med, at moderselskabets akkvisitionslån er det eneste udlån, idet målselskabet herved reelt betaler renteudgifterne på akkvisitionslånet.²⁵⁷

7.6. Sammenfattende

Cash pool-ordninger bliver i stadig stigende omfang anvendt som likviditetsstyringsredskab inden for koncernforbundne selskaber.²⁵⁸ Til trods herfor har lovgiver endnu ikke fundet det nødvendigt at lovgive særskilt om disse ordninger, hvilket har afstedkommet en række afgrænsningsproblemer i praksis, hvor særligt spørgsmålet om cash pool-ordningernes forenelighed med selvfinansieringsforbuddet har været genstand for behandling ovenfor. En gennemgang af Erhvervsstyrelsens administrative praksis viser i den forbindelse, at det er op til koncernen at dokumentere, at målselskabets deltagelse i cash pool-ordningen ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet.

Kravene til koncernens dokumentation er imidlertid ikke ganske klare. Således er der i den juridiske teori og praksis uenighed om betydningen af en eventuel tidsmæssig sammenhæng mellem finansieringen af overtagelsen og deltagelsen i cash pool-ordningen, samt i hvilket omfang imaginær pooling er i strid med selvfinansieringsforbuddet.

Sammenfattende kan det derfor anføres, at et målselskabs deltagelse i en cash pool-ordning med dets moderselskab alene udgør et sikkert alternativ til reglerne om lovlig selvfinansiering, såfremt moderselskabet er velkonsolideret i en sådan grad, at der ikke hersker nogen tvivl om, at moderselskabet egenhændigt kan finansiere erhvervelsen.

8. Covenants

8.1. Indledende

Covenants er kontraktuelle bestemmelser, der forpligter løftegiveren til at udvise en given adfærd, enten således at denne aktivt skal foretage bestemte handlinger, eller således at denne skal undlade visse dispositioner.²⁵⁹

Formålet med covenants er at varetage långivers interesse i forhold til løftegiveren ved blandt andet at sikre, at løftegiver ikke foretager eller undlader dispositioner, der øger kreditrisikoen og/eller forringer aktivmassen.²⁶⁰ Herigennem undgås det, at den oprindelige kreditvurdering af løftegiver samt de forudsætninger, der i øvrigt lå til grund for lånudstedelsen, forrykkes.

I praksis anvendes covenants blandt andet i forbindelse med virksomhedsoverdragelser,²⁶¹ hvilket i relation til selvfinansieringsforbuddet er uproblematisk, såfremt det er køberselskabet – og ikke målselskabet – der påtager sig disse.

Ikke sjældent er det imidlertid tillige i långivers interesse at styre og kontrollere målselskabets handlinger, eftersom det ofte er værdierne i dette, som i sidste ende danner grundlag for tilbagebetalingen af akkvisitionslånet.²⁶² Som følge heraf forudsættes det ofte, at også målselskabet påtager sig visse kontraktuelle forpligtelser over for långiver.

²⁵⁷ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 166, note 135.

²⁵⁸ Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2. udgave, 2014, s. 815.

²⁵⁹ Andreas Tamasauskas, *Erhvervslivets lånoptagelse*, 1. udgave, 2006, s. 389.

²⁶⁰ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udgave, 2007, s. 43, Søren Skjerve, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 137 og Andreas Tamasauskas, *Erhvervslivets lånoptagelse*, 1. udgave, 2006, s. 391.

²⁶¹ Johannes Egholm Hansen og Christian Lundgren, *Køb og salg af virksomheder*, 5. udgave, 2014, s. 638-640.

²⁶² Dette er blandt andet tilfældet ved LBO, hvor det reelle cash flow ligger i målselskabet, jf. herom i afsnit 1.5.

I det følgende diskuteres det, i hvilket omfang selvfinansieringsforbuddet begrænser målselskabets mulighed for at påtage sig covenants over for långiver.

8.2. Affirmative og restrictive

Indholdet af en given covenant fastlægges på baggrund af den enkelte långivers ønske om at afdække sin kreditrisiko, hvorfor der selvsagt findes adskillige typer af covenants.²⁶³ Overordnet er covenants dog enten »affirmative« eller »restrictive«, hvilket afhænger af, om løftegiver pålægges en handlepligt eller en undladelsespligt.

For så vidt angår covenants, der pålægger målselskabet at foretage en aktiv handling, er disse i strid med selvfinansieringsforbuddet, såfremt målselskabet herigennem tilpligtes at yde lån, stille sikkerhed eller stille midler til rådighed i forbindelse med erhvervelsen af målselskabet.²⁶⁴ Omvendt er det ikke i strid med selvfinansieringsforbuddet, dersom målselskabet eksempelvis pålægges at rapportere om den økonomiske udvikling i selskabet, idet målselskabet ikke herved yder nogen form for økonomisk bistand. Det blotte faktum, at målselskabet påtager sig at foretage en aktiv handling i forbindelse med erhvervelsen af selskabet, er derfor ikke ensbetydende med, at selvfinansieringsforbuddet overtrædes. Foreneligheden mellem affirmative covenants og selvfinansieringsforbuddet må følgelig vurderes konkret, hvilket den juridiske teori synes at være enig i.²⁶⁵

Er situationen omvendt den, at målselskabet pålægges at afholde sig fra visse handlinger, hersker der i den juridiske litteratur en vis usikkerhed om, hvorvidt dette er i strid med selvfinansieringsforbuddet eller selskabslovens øvrige regler, herunder §§ 108 og 127 om utilbørlige dispositioner, samt §§ 115 og 116 om ledelsens pligt til at sikre et forsvarligt kapitalberedskab. Således anfører såvel Nils Kjellegaard Jensen som Søren Skjerbek, at udgangspunktet er, at restrictive covenants ikke omfattes af selvfinansieringsforbuddet, idet selvfinansieringsforbuddet forudsætter en aktiv handling.²⁶⁶ Hertil udtaler Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, at målselskabets undladelse af at udføre visse handlinger efter omstændigheder kan udgøre om ikke direkte så i hvert fald indirekte selvfinansiering, hvorfor man skal være varsom med at opstille udgangspunkter.²⁶⁷

Uenigheden skyldes, dels at målselskabets bindende afståelse fra en given handling synes at aktualisere selvfinansieringsforbuddet, idet den pågældende afståelse kan medvirke til, at erhververen opnår den ønskede finansiering, dels at en stringent læsning af forbuddet i selskabslovens § 206, stk. 1, synes at forudsætte, at målselskabet foretager en aktiv handling, hvorfor en undladelse – uanset dennes faktiske virkning – modsætningsvist ikke bør kunne udgøre et brud på selvfinansieringsreglerne.²⁶⁸

I en udtalelse af 11. juni 1999 tager Erhvervsstyrelsen stilling til en mellem målselskabet og långiver aftalt »negative pledge-klausul«.²⁶⁹ Styrelsen udtaler, at klausulen ikke er i strid med

²⁶³ For en gennemgang af de forskellige typer af covenants henvises til Andreas Tamasauskas, *Erhvervslivets lånoptagelse*, 1. udgave, 2006, kapitel 5, samt Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren, *Køb og salg af virksomheder*, 5. udgave, 2014, s. 638-640.

²⁶⁴ Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 138.

²⁶⁵ Se eksempelvis Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 138, og Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 170.

²⁶⁶ Nils Kjellegaard Jensen, *Selskabsretlig håndbog*, 2. udgave, 2010, s. 197, Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 138.

²⁶⁷ Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udgave, 2014, s. 170.

²⁶⁸ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udgave, 2007, s. 44, og Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udgave, 2009, s. 138.

²⁶⁹ Negative pledge er en underkategori til restrictive covenants, som ofte forhindrer målselskabet i at afhænde og/eller pantsætte sine aktiver. Se herom Lennart Lyng Andersen, Niels Christian Andersen, Lasse Højlund Christensen, Vibeke Krag og Andreas Tamasauskas, *Erhvervsretlige emner*, 1. udgave, 2004, s. 147 ff, samt Andreas Tamasauskas, *Erhvervslivets lånoptagelse*, 1. udgave, 2006, s. 424.

selvfinansieringsforbuddet, eftersom denne ikke begrænser målselskabets handlefrihed i en sådan grad, at selskabet eller dets kreditorer lider tab.²⁷⁰ Heraf kan følgende to forhold udledes: For det første at Erhvervsstyrelsen vurderer klausulens lovmæssighed i lyset af reglerne om selvfinansiering. For det andet at Erhvervsstyrelsen i denne vurdering lægger vægt på, hvorvidt selskabet eller dets kreditorer lider tab.

Om end forarbejderne til selvfinansieringsforbuddet begrundede indførelsen af forbuddet med, at selvfinansierende lånetransaktioner ofte har givet anledning til misbrug og medført tab for kreditorer og kapitalejere, genfindes et decideret krav om tab for selskabet eller dets kreditorer ikke.²⁷¹ Det vurderes følgerigt, at retsgrundlaget, hvorpå Erhvervsstyrelsens praksis hviler, i bedste fald kan karakteriseres som værende tvivlsomt.

Erhvervsstyrelsens udtalelse kritiseres da også kraftigt af Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, som ikke mener, at tab for selskabet eller dets kreditorer har noget med selvfinansiering at gøre. Forfatterne er enige i, at restrictive covenants udgør et potentielt brud på selvfinansieringsforbuddet, men afgørende herfor er ikke et eventuelt tab for selskabet eller dets kreditorer, men derimod om der er forbindelse mellem målselskabets påtagelse af de pågældende covenants og erhververens akkvisitionsgæld til långiver. Danner erhververens akkvisitionslån således baggrund for målselskabets påtagelse af covenants, er forholdet i strid med selvfinansieringsforbuddet, uanset om selskabet eller dets kreditorer lider et tab eller ej. Forfatterne begrundede dette med, at man ikke kan "handle" med selvfinansieringsforbuddet.²⁷²

Umiddelbart synes også Søren Skjerve at være uenig i Erhvervsstyrelsens udtalelse. Således anfører denne, om ikke en negativ pledge-klausul med tab til følge snarere skal bedømmes ud fra de øvrige selskabsretlige regler end selvfinansieringsforbuddet. Dette til trods erkender samme forfatter, at de særlige situationer, hvor et målselskab påføres et tab, nogle udgifter eller en risiko, samtidig med at erhververen friholdes for udgifter, nok kan tænkes at udgøre en overtrædelse af forbuddet mod selvfinansiering. Forekomsten af sådanne situationer må dog ifølge forfatteren have undtagelsens karakter.²⁷³

Anderledes enig med Erhvervsstyrelsens praksis er Nils Kjellegaard Jensen samt Anders Nyboe Andersen og Morten Melander. Førstnævnte henviser ukritisk til styrelsens udtalelse,²⁷⁴ imens sidstnævnte analyserer udtalelsen nærmere. I den forbindelse udtaler Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, at det er bemærkelsesværdigt, at Erhvervsstyrelsen tillader et målselskab at afgive en negativ pledge-erklæring, idet målselskabet herved afhjælper købers finansiering, og derved synes at stille midler til rådighed inden overtagelsen. Ikke desto mindre tilslutter forfatterne sig Erhvervsstyrelsens praksis med den begrundelse, at selvfinansieringsforbuddet ikke har til formål at forhindre målselskabet i at undlade handlinger, der kan skade køber, men derimod har til formål at sikre kreditorerne og minoritetskapitalejerne.²⁷⁵

8.3. Sammenfattende

På baggrund af overstående kan det konkluderes, at målselskabets påtagelse af affirmative covenants ikke automatisk statuerer ulovlig selvfinansiering. Efter omstændigheder kan en konkret vurdering af forpligtelsens indhold dog føre til, at en given handling anses for værende i strid med selvfinansieringsreglerne. Pålægges målselskabet således at udlodde udbytte, udbetale moderselskabslån eller deltage i en cash pool-ordning, aktualiseres problemstillingerne behandlet i afsnit 4, 6 og 7, hvortil der henvises.

²⁷⁰ Udtalelsen refereres i Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 2014, s. 780 ff.

²⁷¹ Betænkning nr. 362/1964, s. 131, og Betænkning nr. 540/1969, s. 159.

²⁷² Martin Christian Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån & Selvfinansiering, 1. udgave, 2014, s. 171-172.

²⁷³ Søren Skjerve, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 2009, s. 139-141.

²⁷⁴ Nils Kjellegaard Jensen, Selskabsretlig håndbog, 2. udgave, 2010, s. 197.

²⁷⁵ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 1. udgave, 2007, s. 44-45.

For så vidt angår restrictive covenants er det derimod usikkert, om det er selvfinansieringsreglerne eller selskabslovens øvrige regler, der konkret bør afgøre, om en given restrictive covenant er lovlig eller ej. Den juridiske teori er uenig på dette punkt, og Erhvervsstyrelsens udtalelse af 11. juni 1999 bringer ikke yderligere klarhed herom. Således må rigtigheden af Erhvervsstyrelsens praksis, hvorefter restrictive covenants er i strid med selvfinansieringsforbuddet, såfremt disse medfører tab for målselskabet eller dets kreditorer, betvivles, eftersom et sådant krav hverken genfindes i selskabslovens § 206, stk. 1, eller i forarbejder hertil. Mere oplagt er det derfor at anse restrictive covenants som værende i strid med selskabslovens øvrige regler, når disse medfører tab for selskabet eller dets kreditorer.

9. Sammenfatning og perspektivering

Henset til regeringens ønske om en enkel, klar og effektiv erhvervslovgivning, der let kan administreres og efterleves af erhvervslivet,²⁷⁶ forekommer det utilfredsstillende, at betingelserne for lovlig selvfinansiering opstiller en tidskrævende og usikkerhedsbehæftet procedure, som kun vanskeligt kan gennemføres i praksis, jf. afsnit 3.

Nærværende afhandling har som følge heraf undersøgt, hvorledes en række udvalgte selskabsretlige og formueretlige dispositioner udgør reelle og anvendelige alternativer til lovlig selvfinansiering, samt i hvilket omfang disse begrænses af selskabslovens forbud mod selvfinansiering.

Overordnet kan det konkluderes, at formuleringen »*stille midler til rådighed*« i selskabslovens § 206, stk. 1, afstedkommer en del uenigheder om de respektive dispositionernes forenelighed med selvfinansieringsforbuddet. Ikke desto mindre illustrerer afsnit 4-8, hvorledes et kapital-selskab på lovlig vis kan lette hververens finansiering af køb af kapitalandele i selskabet.

Således fremgår det i afsnit 4, at reglerne om kapitalafgang har forrang for selvfinansieringsforbuddet, og at efterfinansiering med selskabets frie midler ofte vil være at foretrække frem for lovlig selvfinansiering, idet efterfinansiering – til forskel fra lovlig selvfinansiering – er en simpel og velafprøvet finansieringsmodel.

I forlængelse heraf antager store dele af den juridiske teori, at også reglerne om fusion har karakter af »*lex specialis*« i forhold til selvfinansieringsforbuddet. En gennemgang af Erhvervsstyrelsens administrative praksis i afsnit 5 viser imidlertid, at styrelsen hverken anser »efterfølgende fusioner« eller »direkte fusioner« for undtaget fra selvfinansieringsforbuddet, idet lovmæssigheden i begge tilfælde afhænger af en konkret vurdering.

I modsætning til overstående uenighed om fusionsreglernes (manglende) forrang for selvfinansieringsforbuddet er den juridiske teori og administrativ praksis grundlæggende enige om, at reglerne om koncernlån ikke har forrang for selvfinansieringsforbuddet. Spørgsmålet, som diskuteres i afsnit 6, er derimod, hvorledes den konkrete vurdering af koncernlånets forenelighed med selvfinansieringsforbuddet skal foretages. Således mener Erhvervsstyrelsen, at midlernes faktiske anvendelse er eneafgørende for, om koncernlånet er lovligt eller ej. Omvendt argumenterer en række teoretikere for, at såvel det tidsmæssige aspekt som den subjektive hensigt bør medtages i vurderingen af koncernlånets lovmæssighed. Eftersom domstolene endnu ikke har haft anledning til at afklare uenigheden, er retstilstanden fortsat usikker.

I nær tilknytning til afsnittet om koncernlån, behandler afsnit 7 spørgsmålet om, hvorvidt cash pool-ordninger er i overensstemmelse med selvfinansieringsforbuddet. Herom anfører den juridiske teori og praksis enstemmigt, at lovligheden af målselskabets deltagelse i en cash pool-

²⁷⁶ Betænkning nr. 1498/2008, s. 15.

ordning afhænger af, om koncernen kan dokumentere eller sandsynliggøre, at målselskabet midler ikke medvirker til moderselskabets erhvervelse af kapitalandele i selskabet. Kravene til en sådan dokumentation er imidlertid ikke ganske klare, hvorfor det konkluderes, at cash poolordninger alene udgør et sikkert finansieringsalternativ, såfremt moderselskabet er velkonsolideret i en sådan grad, at der ikke hersker nogen tvivl om, at moderselskabet egenhændigt kan finansiere erhvervelsen.

Endelig påviser afsnit 8, at selvfinansieringsforbuddet begrænser målselskabets mulighed for at påtage sig »affirmative covenants« over for långiver, i det omfang målselskabet tilpligtes at yde økonomisk bistand i forbindelse med tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet. Omvendt angives det, at »restrictive covenants« formentlig ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet, men derimod potentielt er i strid med andre selskabsretlige regler, såfremt påtagelsen heraf medfører tab for selskabet eller dets kreditorer.

Sammenfattende kan det konkluderes, at overstående skitserer en række alternativer til reglerne om lovlig selvfinansiering, vis anvendelighed, qua selvfinansieringsforbuddets uklare indhold, fortsat diskuteres i den juridiske litteratur.

Det må i den forbindelse overvejes, om ikke tiden er løbet fra selvfinansieringsforbuddet,²⁷⁷ herunder om ikke adgangen til at gennemføre de ovenfor nævnte dispositioner, bør udvides.

Et væsentligt argument herfor synes at være, at ophævelse af selvfinansieringsforbuddet ikke vil ændre på ledelsens ansvar for, at midlerne forvaltes i selskabets interesse, og at selskabet kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt.

Sammenholdes dette med, at selskabskapitalen, som selvfinansieringsforbuddet oprindeligt havde til formål at beskytte, ikke udgør nogen reel sikring af selskabets kreditorer og andre interessenter,²⁷⁸ forekommer selvfinansieringsforbuddet decideret overflødeligt.

Det må imidlertid erindres, at selvfinansieringsforbuddet for aktieselskaber er direktivbundet, hvorfor en ændring af retstilstanden herfor forudsætter en ændring af kapitaldirektivets artikel 23. I modsætning hertil eksisterer forbuddet for anpartsselskaber i kraft af en overimplementering af ændringsdirektivet,²⁷⁹ hvorfor dette frit kan afskaffes i dansk ret.

Dette til trods er der ikke i skrivende stund forlydende om endnu en lempelse af selvfinansieringsforbuddet - hverken på dansk- eller EU-retlig plan – hvorfor et forbud mod selvfinansiering samt de uenigheder som forbuddet fører med sig, fortsat vil være at finde i dansk- og europæisk selskabsret i de kommende år.

10. Litteraturliste

Bøger

Andersen, Anders Nyboe og Melander, Morten, Fra Boss til leveraged buyouts – En kapitalmarkedsretlig analyse, 1. udgave, 1. oplag, Forlaget Thomson, 2007.

Andersen, Lennart Lynge, Andersen, Niels Christian, Christensen, Lasse Højlund, Krag, Vibeke, Tamasauskas, Andreas, Erhvervskreditretlige emner, 1. udgave, 1. oplag, Gjellerup, 2004.

²⁷⁷ Ligeledes Henrik Kure, U.2011B.293, s. 302.

²⁷⁸ Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen (Red.), Den nye selskabslov, 1. udgave, 2009, s. 256-257.

²⁷⁹ Direktiv 2006/68/EF.

- Andersen, Lennart Lyng, Buhl, Søren, Gomard, Bernhard, Hansen, Jesper Lau, Gordon, Lars, Johansson, Lennart, Emner i kredit- og kapitalmarkedsretten, 1. udgave, 1. oplag, Gjellerup, 2004.
- Andersen, Paul Krüger, Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 12. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2013.
- Andersen, Paul Krüger, Studier i Dansk koncernret, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1997.
- Blume, Peter, Retssystemet og Juridisk metode, 2. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2014.
- Bunch, Lars og Rosenberg, Ida, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, Thomson Reuters, 2014.
- Christensen, Jan Schans, Contested Takeovers, 2. oplag, GEC Gads Forlag, 1991.
- Christensen, Jan Schans, Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret, 4. udgave, Thomson Reuters, 2014.
- Christensen, Jan Schans, Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, Thomson Reuters, 2012.
- Ferran, Eilís og Ho, Look Chan, Principles of Corporate Financial Law, Second Edition, Oxford University Press, 2014.
- Gomard, Bernhard og Schaumburg-Müller, Peer, Kapitalselskaber, Aktie- og Anpartsselskaber, 7. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2013.
- Hansen, Johannus Egholm og Lundgren, Christian, Køb og salg af virksomheder, 5. udgave, 1. oplag, Nyt juridisk forlag, 2014.
- Hansen, Søren Friis og Krenchel, Jens Valdemar, Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 4. udgave, 1. oplag, Thomson Reuters Professional, 2014.
- Hørlyck, Erik, Aktie- og Anpartsselskaber, 1985.
- Jensen, Nils Kjellegaard, Selskabsretlig håndbog – u-/lovlige kapitaludtræk i A/S og ApS, 2. udgave, 1. oplag, Nyt Juridisk Forlag, 2010.
- Kruhl, Martin Christian og Sørensen, Ole B., Kapitalejerlån & Selvfinansiering: Selskabsretligt, regnskabsretligt, erstatningsretligt, strafferetligt og skatteretligt, 1. udgave, 1. oplag, Karnov Group, 2014.
- Langsted, Lars Bo, Rådgivning I - det professionelle erstatningsansvar, Thomson, 2004.
- Lowry, John, The Prohibition against Financial Assistance, Constructing a Rational Response, i Prentice, Dan & Reisberg, Arad (red.), Corporate Finance Law in the UK and EU, 1. udgave, Oxford University Press, 2011.
- Neville, Mette og Sørensen, Karsten Engsig (Red.), Den nye selskabslov, 1. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2009.
- Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2014.

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

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

Steffensen, Henrik, Bunch, Lars, Nilsen, Jan-Christian og Booker, Thomas, Transaktioner i selskaber - selskabsret, regnskab og skat, 1. udgave, 1. oplag, Karnov Group, 2014.

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

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

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

Werlauff, Erik, Selskabsret, 9. udgave, 1. oplag, Thomson Reuters, 2013.

Artikler

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

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

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

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

Bunch, Lars og Nilsen, Jan-Christian, Selskabslovgivningens forbud mod selvfinansiering, R&R nr. 12, 2008.

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

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

Illum, Mads & Andersen, Bjørn Krog, Akkvisitionsfinansiering - herunder debt-pushdown i et selskabsretligt perspektiv, ET 2007.4.

Jacobsen, Søren Vandsø og Schmidt, Christian Lindekilde, Cash Pooling i selskabsretlig belysning, NTS 2002:4.

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

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

Lund-Andersen, Jacob, U 2012B.119, Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering.

Lundgren, Christian og Madsen, Jacob Høeg, M&A tendenser i 2010, herunder i lyset af selskabsloven, ET 2010.171.

Madsen, Jacob Høeg, Selvfinansieringsforbuddets territoriale udstrækning, NTS 2006:3.

Melander, Morten, Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2? ET 2007.175.

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

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

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

Sørensen, Niels Bang, Aktionærlån i praksis, NTS 2004:4.

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

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

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

Wymeersch, Eddy, European Company Law: The »Simpler Legislation for the Internal Market« (SLIM) Initiative of the EU Commission, NTS 2000:2.

Andet

Bekendtgørelse nr. 275 af 2. marts 2010: Lån mv. til udenlandske moderselskaber.

Betænkning nr. 362/1964: Om fællesnordisk aktieselskabslovgivning.

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

Betænkning nr. 1362/1998: Rådgiveransvar.

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

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

Lovforslag med betænkninger mv., 1982-04-28 nr 119, om ændring af aktieselskaber.

Meddelelse fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet, KOM(2003)284.

Meddelelse fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet, KOM(2004)730.

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

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

Økonomisk Tema nr. 4, 2006.