

Alternative finansieringsmuligheder til selskabslovens regler om lovlig selvfinansiering

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

af Kia Vedel Lindholm

Dette speciale omhandler selskabslovens regler om selvfinansiering og har til formål at undersøge mulige alternativer til lovlig selvfinansiering, der ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Da det må antages, at en køber af kapitalandele på sigt ønsker at få sin investering dækket med midler fra det købte selskab, er selvfinansieringsreglerne relevante ved langt de fleste køb af selskaber. Selvfinansieringsforbuddet sætter imidlertid grænser for køberens mulighed for at få finansiel støtte fra selskabet. En mulighed er at anvende selskabslovens regler omkring lovlig selvfinansiering. Dette er imidlertid en risikofyldt og usikkerhedsbehæftet proces, som i tilfælde af overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet kan medføre alvorlige konsekvenser. En anden mere sikker mulighed for at anvende selskabets midler til finansieringen er efterfinansiering, hvilket primært sker gennem udlodning af udbytte, men som også kan ske gennem kapitalnedsættelse, erhvervelse af egne kapitalandele og likvidation. Disse regler har karakter af lex specialis og har således forrang for selvfinansieringsforbuddet. Andre muligheder er koncernlån og cash pools mellem moder- og datterselskaber. Problemet med disse muligheder er, at selvfinansieringsforbuddet har forrang for reglerne om koncernlån. Selvom disse dispositioner er særdeles relevante for koncerner, er koncernlån og herunder cash pools ikke direkte alternative finansieringsmuligheder til lovlig selvfinansiering, da de ikke gør det muligt at få direkte finansiel støtte fra selskabet til erhvervelsen. Specialet konkluderer således, at efterfinansiering vil være den fremherskende finansieringsmodel, idet efterfinansiering gennem udbyttebetaling er en langt mere simpel og velafprøvet model end lovlig selvfinansiering, som minimerer risikoen for de involverede parter.

INDHOLDSFORTEGNELSE

INTRODUKTION	3
1. Indledning	3
1.1. Valg af emne og problemformulering	3
1.2. Metodevalg.....	4
1.3. Afhandlingens struktur	4
1.4. Afgrænsning	4
SELVFINANSIERING	5
2. Selvfinansieringsforbuddet	5
2.1. Forbuddets udvikling.....	5
2.2. Forbuddets indhold.....	5
2.2.1. Formål.....	5
2.2.2. Genstand	5
2.2.3. Forbindelseskravet.....	7
2.3. Lempelsen af selvfinansieringsforbuddet	8
3. Lovlig selvfinansiering i praksis	9
3.1. Betingelserne for lovlig selvfinansiering.....	10
3.1.1. Kreditvurdering af modtagerkredsen.....	10

3.1.2. Generalforsamlingens godkendelse	10
3.1.3. Det centrale ledelsesorgans redegørelse	11
3.1.4. Beslutningens forsvarlighed.....	12
3.1.5. Sædvanlige markedsvilkår	13
3.2. Opsummering	13
ANDRE FINANSIERINGSMULIGHEDER	14
4. Efterfinansiering	14
4.1. Udbytte	15
4.1.1. Udlodning af udbytte efter overdragelse.....	15
4.1.2. Lex specialis.....	17
4.1.3. Forudgående slankning ved udlodning af udbytte	17
4.1.4. Samtidig udlodning af udbytte	18
4.1.5. Leveraged buyout – debt pushdown.....	19
4.1.6. Sammenligning med lovlig selvfinansiering.....	20
4.2. Øvrige efterfølgende dispositioner – herunder fusion	20
4.3. Sammenfatning.....	22
5. Koncernlån	23
5.1. Indledning.....	23
5.2. Forbuddet i § 210 mod kapitalejerlån.....	24
5.3. Forhold til selvfinansieringsforbuddet.....	24
5.3.1. Den tidsmæssige sammenhæng	26
5.3.2. Hensigten på erhvervestidspunktet	27
5.3.3. Den faktiske anvendelse af koncernlånet	29
5.4. Identifikation af akkvisitionsgæld	29
5.5. Sammenfatning.....	30
6. Cash pool-ordning	31
6.1. Indledning.....	31
6.2. Forbuddet i § 210 mod kapitalejerlån.....	32
6.3. Forhold til selvfinansieringsforbuddet.....	32
6.3.1. Sammenhæng mellem finansieringen af overtagelsen og deltagelse i en cash pool-ordning.....	33
6.3.2. Cash pool formens betydning.....	35
6.4. Sammenfatning.....	36
SAMMENFATNING.....	36
LITTERATURFORTEGNELSE	38
Bøger.....	38
Artikler	40
REGLER	41
AFGØRELSESREGISTER.....	42
FORKORTELSER.....	43

Abstract

This thesis addresses the ban on financial assistance in the Danish Companies Act focusing on the limits of the ban in regards to possible alternatives to legal financial assistance from the target company. A buyer of shares in a target company would preferably be looking to get the investment covered with funds from the target company, and as such, the issue of financial assistance is relevant in relation to most acquisitions. The ban on financial assistance however, limits the buyer's opportunity to get financial assistance from the target company. One opportunity is to finance the acquisition of the target company with legal financial assistance from the target company. This however, is time-consuming, costly and exposes the participants to personal risks. Another more secure way of obtaining financial assistance to the acquisition from the target company is through payment of dividend. The rules on dividend are more specific and thus take precedence over the ban on financial assistance. Other options are loans or cash pool-arrangements between the buyer – the mother company – and the target company as the daughter company. The problem with such solutions are that the rules regarding these type of loans do not take precedence over the ban on finan-

cial assistance. Although these types of transactions are very relevant to corporations, they do not make it possible for the buyer to get directly financial assistance from the target company. The thesis thus concludes that financial assistance from the target company through dividend will be the predominant financial opportunity; hence, it is a simple and proven financial model, mitigating risks of non-compliance for the parties involved.

INTRODUKTION

1. Indledning

1.1. Valg af emne og problemformulering

Grundlæggende sker finansieringen af et selskabskøb ligesom ethvert andet køb enten ved hjælp af egenkapital eller ved hjælp af fremmedkapital. Da det imidlertid kun er de færreste købere af selskaber, der selv har eller ønsker at bruge de nødvendige likvide midler til betaling af hele købesummen, har køberen ofte behov for fremmedfinansiering¹. Tilvejebringelse af denne fremmedfinansiering kan ske ved låneoptagelse i et pengeinstitut, hvilket imidlertid er forbundet med en række omkostninger, som kan være ganske betydelige². Med henblik på at mindske disse eksterne finansieringsomkostninger har køberen således en umiddelbar interesse i så vidt muligt at lade det selskab, hvori kapitalandelene erhverves (målselskabet), medvirke til finansieringen³.

Målselskabets medvirken til finansieringen af sin egen overtagelse er imidlertid som udgangspunkt forbudt, idet der ifølge selskabsloven⁴ (SL) § 206, stk. 1 gælder et forbud mod selvfinansiering, hvorefter et kapitalandskab ikke direkte eller indirekte må stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller dets moderselskab. Der gælder dog en undtagelse til dette forbud, hvorefter et selskab ved såkaldt lovlig selvfinansiering under visse betingelser kan medvirke til finansieringen af sin egen erhvervelse, jf. SL § 206, stk. 2 og 3 og §§ 207-209. Der er imidlertid tale om en tidskrævende og usikkerhedsbehæftet proces, da en række af betingelserne medfører betydelige fortolkningsvanskeligheder. Især betingelsen om at finansieringen skal være i ”selskabets interesse”, gør det svært for de involverede parter at vide sig sikker på, om selvfinansieringen er lovlig. En overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet kan endvidere have alvorlige konsekvenser for køber, der skal tilbagebetale hele lånet, og for ledelsen, der risikerer et personligt erstatningsansvar på objektivi grundlag. Herudover følger for de involverede rådgivere et næsten uundgåeligt rådgiveransvar.

At det i praksis kan være svært at afgøre, om en selvfinansiering er i selskabets interesse, bliver ikke bedre af, at vurderingen heraf kan risikere at blive foretaget flere år efter ydelsen af selvfinansieringen som følge af en kurators anfægtelse af dispositionen i forbindelse med målselskabets konkurs. Ved målselskabets konkurs kan det i dette retrospektiv synes svært for de involverede parter at godtgøre over for kurator, at selvfinansieringen i sin tid var i selskabets interesse. Disse fortolkningsvanskeligheder kan sammen med de alvorlige konsekvenser, der følger af en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet, gøre det særdeles risikabelt for de involverede parter at anvende lovlig selvfinansiering. Det er derfor yderst praktisk relevant for købere af selskaber at finde mulige alternativer til lovlig selvfinansiering, hvorefter finansieringen kan ske med målselskabets midler uden risiko for at overtræde selvfinansieringsforbuddet. Formålet med dette speciale er således at under-

¹ Johannes Egholm Hansen og Christian Lundgren: Køb og salg af virksomheder, s. 623

² Søren Skjærbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 23f

³ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 116

⁴ LBKG 2015-09-14 nr. 1089 om aktie- og anpartsselskaber

søge mulighederne for køberes anvendelse af alternativer til lovlig selvfinansiering, der ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet.

1.2. Metodevalg

Det teoretiske udgangspunkt for denne afhandling er den *retsdogmatiske metode*. Formålet med afhandlingen er således at beskrive og fastslå gældende ret⁵ ved at inddrage, analysere og fortolke retskilderne⁶. Afhandlingen inddrager herefter relevante lovregler, lovforarbejder, retspraksis, administrativ praksis fra Erhvervsstyrelsen⁷ samt juridisk litteratur. Selvom Erhvervsstyrelsens udtalelser alene er vejledende, har Erhvervsstyrelsen gennem stillingtagen til rækkevidden af forbuddet i en lang række situationer, der ikke senere er blevet forelagt domstolene, indtaget en normerende rolle for forbuddets fortolkning i Danmark⁸.

1.3. Afhandlingens struktur

Indledningsvist gennemgås kort udviklingen og indholdet af selve selvfinansieringsforbuddet samt lempelsen heraf. Herefter gennemgås kort betingelserne for lovlig selvfinansiering for at vurdere den praktiske relevans af denne finansieringsmulighed. Med baggrund i denne vurdering beskrives og analyseres andre finansieringsmuligheder med henblik på at vurdere deres praktiske anvendelighed som alternativ til lovlig selvfinansiering. Endeligt foretages en sammenfatning med en opsummering af afhandlingens væsentligste resultater.

1.4. Afgrænsning

Afhandlingen omhandler alene overdragelse af kapitalandele i selskaber, da selvfinansieringsreglerne ikke er relevante ved overdragelse af et selskabs enkelte aktiver og passiver. Af omfangsmæssige årsager behandles kun de danske selvfinansieringsregler, hvorfor det forudsættes, at de involverede selskaber er danske⁹. Undtagelserne til selvfinansieringsforbuddet i SL §§ 213 og 214 behandles ikke, og der er endvidere fokus på de selskabsretlige regler, hvorfor skatte-, børs- og momsretlige og regnskabsmæssige regler ikke behandles. I øvrigt afgrænses afhandlingen i de enkelte afsnit, og anvendte begreber vil blive defineret løbende.

⁵ Peter Blume: Retssystemet og juridisk metode, s. 40

⁶ Se nærmere om retskildebegrebet, Peter Blume: Retssystemet og juridisk metode, s. 105-129 og s. 131-218

⁷ Erhvervsstyrelsen hed tidligere Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, men vil i afhandlingen alene blive kaldt Erhvervsstyrelsen

⁸ Søren Skjærbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 27. Domspraksis og administrativ praksis i relation til selvfinansieringsreglerne i den tidligere aktieselskabslov og anpartsselskabslov vurderes ligeledes at kunne anvendes i forhold til den nuværende selskabslov, jf. Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 747

⁹ For så vidt angår udenlandske moderselskaber og udenlandske datterselskaber har det givet anledning til tvivl i juridisk teori og administrativ praksis, hvor langt det danske selvfinansieringsforbud rækker territorielt. Erhvervsstyrelsen har tillagt selvfinansieringsreglerne eksteritorial udstrækning, hvilket er blevet kritiseret i den juridiske litteratur

SELVFINANSIERING

2. Selvfinansieringsforbuddet

2.1. Forbuddets udvikling

Et forbud mod selvfinansiering drøftedes første gang i Danmark allerede i 1960'erne, hvor en af handelsministeriet nedsat kommission (Aktielovkommissionen) med inspiration fra engelsk ret¹⁰ fremsatte et forslag til et forbud mod selvfinansiering indført i dansk ret¹¹. Motivationen for dette forbud var, at sådanne lånetransaktioner ofte havde givet anledning til misbrug og medført tab for kreditorer og aktionærer¹². Forslaget blev genfremsat i 1969 i betænkning nr. 540/1969. Som begrundelse for det foreslåede selvfinansieringsforbud gentoges begrundelsen fra betænkning nr. 362/1964, hvortil det dog tilføjedes, at *"den her foreslåede regel har for dansk rets vedkommende fået forøget aktualitet og betydning ved det i "Boss"-sagen¹³ passerede"*¹⁴. Forbuddet blev imidlertid først vedtaget i 1973-aktieselskabsloven¹⁵ og lød på, at et selskab ikke måtte yde lån til finansiering af eller stille sikkerhed i forbindelse med erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anparter i dets moderselskab.

I 1977 blev EU's 2. selskabsdirektiv 77/91/EØF af 13. december 1976 (Kapitaldirektivet) vedtaget, hvorved forbuddet for aktieselskaber blev direktivbundet. Ifølge art. 23, stk. 1 måtte et selskab *"hverken stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed med henblik på tredjemands erhvervelse af dets aktier"*. Kapitaldirektivet implementeredes i aktieselskabsloven i 1982¹⁶, hvorved ordlyden af det danske selvfinansieringsforbud blev ændret, således at forbuddet også omfattede at *"stille midler til rådighed"* for erhvervelsen¹⁷. Forbuddet fremgår nu af SL § 206, stk. 1.

2.2. Forbuddets indhold

2.2.1. Formål

Ifølge bemærkningerne til § 206 er det vigtigt, at bestemmelserne om selvfinansiering vurderes konkret og fortolkes ud fra formålet, hvor der lægges vægt på, om der rent faktisk er foretaget selvfinansiering¹⁸. Selvfinansieringsforbuddet er en del af selskabslovens kapitalbeskyttelsesregler, og formålet med selvfinansieringsforbuddet er først og fremmest at beskytte selskabets kapital¹⁹ og hindre, at et selskab deltager *"i finansieringen af sin egen overtagelse til ugunst for selskabets kreditorer og andre interessenter"*²⁰.

2.2.2. Genstand

Ifølge SL § 206, stk. 1 må et kapital-selskab *"ikke direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets*

¹⁰ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: Fra Boss til leveraged buyouts, s. 31. Det fremgik af betænkning nr. 362/1964, s. 131 at *"en tilsvarende bestemmelse indeholdes i øvrigt i Companies Act sect. 54"*

¹¹ Jf. udkast til aktieselskabslov §§ 47-48 som fremgår af betænkning nr. 362/1964, s. 35

¹² Jf. betænkning nr. 362/1964, s. 131

¹³ For en beskrivelse og behandling af Boss-sagerne (U1970.96H, U1970.795H, U1970.803H og U1973.417H) se bl.a. Nyboe Andersen og Morten Melander: Fra Boss til leveraged buyouts, s. 68-78, samt betænkning nr. 690/1973 om sammenslutningen Boss of Scandinavia

¹⁴ Jf. Betænkning nr. 540/1969, s. 159 med henvisning til betænkning nr. 362/1964, s. 132

¹⁵ Lov nr. 370 af 13. juni 1973 om aktieselskaber. Samme forbud gjaldt for anpartsselskaber, jf. lov nr. 371 af 13. juni 1973 om anpartsselskaber

¹⁶ Jf. lov nr. 282 af 9. juni 1982 om ændring af lov om aktieselskaber. Forbuddet blev flyttet fra § 115, stk. 4 til stk. 2

¹⁷ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 117

¹⁸ Jf. bemærkningerne til L 170, 2008-09 p. 325. Se tilsvarende Moderniseringsbetænkningen 1498/2008 s. 1022

¹⁹ Martin Chr, Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 155

²⁰ Moderniseringsbetænkningen 1498/2008, s. 518

moderselskab". Udgangspunktet i SL § 206, stk. 1 er således et forbud mod selvfinansiering²¹. Forbuddet omfatter enhver erhverver af kapitalandele, herunder både eksisterende kapitalejere, der erhverver yderligere kapitalandele, og en potentiel ny kapitalejer²². Forbuddet gælder erhvervelse både ved *køb* af allerede udstedte kapitalandele som ved *tegning* af nye kapitalandele²³, jf. Erhvervsstyrelsens udtalelse af 27. juni 1994, hvor styrelsen fandt, at forbuddet også omfattede (ny)tegning af aktier.

Et kapitalselskab må ikke "*yde lån*" eller "*stille sikkerhed*" for tredjemands erhvervelse af kapitalandele. Rent juridisk forstås der ved et lån, at der består en retlig pligt for låntager til at levere det udlånte tilbage enten ved en nærmere forudsat frist eller på långivers anfordring²⁴. Vedrørende sikkerhedsstillelse kan der peges på en række dispositioner, herunder pantsætning, kaution og garanti-stillelse, som utvivlsomt må betegnes som sikkerhedsstillelse²⁵. Mens disse begreber ikke har givet anledning til de store overvejelser i teori eller praksis, har rækkevidden og afgrænsningen af forbuddet mod at "*stille midler til rådighed*" voldt betydeligt større vanskeligheder.

Dette begreb blev indsat i den danske lovbestemmelse ved implementeringen af Kapitaldirektivet i 1982. Den danske ordlyd af begrebet afviger fra affattelsen på andre sprog, der er oversat med, hvad der svarer til at "yde forskud"²⁶. Usikkerheden omkring rækkevidden af begrebet "stille midler til rådighed" skyldes, at de bemærkninger, der knytter sig til indsættelsen af begrebet i loven i 1982, fremstår selvmodsigende²⁷. På den ene side fremgår det, at ændringen skyldes et ønske om at tilvejebringe *overensstemmelse med direktivet*²⁸. Både *Skjerbek* og *Kjellegaard Jensen* hævder, at ændringen derfor ikke tilsigtede en materiel udvidelse af selvfinansieringsforbuddet, der gik videre end direktivet²⁹. Flere forfatter mener, at den danske affattelse er forkert, og at formuleringen "yde forskud" i stedet skulle have været anvendt i overensstemmelse med de øvrige sproglige affattelser af direktivet³⁰. Ifølge *Serup* forekommer det således velbegrundet at antage, at der ikke har været ønske om at indføre en vidtrækkende generalklausul³¹. I afgørelsen U1999.1429V foretog Landsretten en indskrænkende fortolkning, hvorefter "stille midler til rådighed" skulle fortolkes som "yde forskud" i overensstemmelse med de øvrige sproglige versioner af direktivet³². Det skal dog bemærkes, at dommen er meget konkret³³.

På den anden side fremgår det af bemærkningerne, at forbuddet omfatter *enhver form for finansiering* af køb af kapitalandele, hvilket ifølge *Nyboe Andersen* og *Melander* umiddelbart kunne tolkes som om, bestemmelsen tiltænkes som en generalklausul³⁴. *Skjerbek* uddyber, at domstolene efter

²¹ Selvfinansieringsforbuddet giver anledning til en lang række problemstillinger, som falder uden for denne fremstillings rammer. Der henvises til speciallitteraturen, se f.eks. *Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, Kruhl og Sørensen: *Kapitalejerlån og selvfinansiering* og *Bunch og Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer*

²² Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 56

²³ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, s. 157 og Jan Schans Christensen: *Selskabsloven med kommentarer* s. 565

²⁴ Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 64

²⁵ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, s. 166

²⁶ På engelsk "advance funds", på tysk "Vorschüsse geben" og på svensk "yde forskött"

²⁷ Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 51

²⁸ Jf. FT 1981/82, tillæg A, spalte 2884

²⁹ Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 52 og Nils Kjellegaard Jensen: *Selskabsretlig håndbog*, s. 198

³⁰ Se således Henrik Kure: *Finansieringsret*, s. 121, Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: *Fra Boss til leveraged buyouts*, s. 40, og Michael Serup: *Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i et selskab*, s. 77

³¹ Michael Serup: *Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i et selskab*, s. 76

³² Erik Werlauff: *Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv.*, s. 381

³³ Lars Bunch og Ida Rosenberg: *Selskabsloven med kommentarer*, s. 753, 2. spalte

³⁴ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: *Fra Boss til leveraged buyouts*, s. 40

en sådan generalklausul vil kunne anlægge et skøn over et givet kompleks af transaktioner og vurdere, om en ellers lovlig disposition udgør en (u)lovlig omgåelse af forbuddet³⁵. Efter dansk retspraksis og administrativ praksis omfatter forbuddet da også mere end blot ydelse af forskud³⁶. Til illustration heraf kan nævnes U1997.444H (konsulentdommen)³⁷, hvor det blev lagt til grund, at formålet med en såkaldt ”konsulentaftale” var at tilføre sælger en yderligere købesum. Da midlerne stammede fra selskabet, var aftalen i strid med selvfinansieringsforbuddet³⁸.

Det er således tvivlsomt, hvor langt forbuddet strækker sig. Det synes forkert at betragte sætningen så indskrænkende, at kun målselskabets forskudsydelse omfattes, og det synes for vidtgående at lade enhver finansieringsmedvirken fra målselskabet være omfattet³⁹. Forbuddets materielle omfang undersøges nærmere nedenfor i afsnit 4-6. Først må det afklares, om selvfinansieringsforbuddet overhovedet kan udstrækkes til tiden efter en erhvervelse af kapitalandele.

2.2.3. Forbindelseskravet

Formuleringen af § 206, stk. 1 kunne umiddelbart indikere, at forbuddet alene omfatter dispositioner, der foretages senest samtidig med erhvervelsen af kapitalandelene i målselskabet⁴⁰. Som angivet af *Kruhl og Sørensen* er det dog givet, at selvfinansieringsforbuddet reelt ville være indholdsløst, hvis køber dagen efter salget kunne modtage et lån, der straks videreføres til sælger eller til banken til indfrielse af lånet⁴¹.

Spørgsmålet om, hvorvidt selvfinansieringsforbuddet også gælder efter erhvervelsen af kapitalandele i målselskabet, har i nogle tilfælde været beskrevet som selvfinansieringsforbuddets tidsmæssige udstrækning⁴². Som anført af *Lund-Andersen* er det imidlertid mere præcist at tale om et forbindelseskrav mellem erhvervelsen af kapitalandelene og den økonomiske bistand fra målselskabet, idet der ikke synes at være en tidsmæssig begrænsning på selvfinansieringsforbuddet, så længe forbindelseskravet er opfyldt⁴³. Spørgsmålet er således, hvornår dette forbindelseskrav kan antages at være opfyldt.

Ifølge *Schans Christensen* er det afgørende for, om et lån er omfattet af forbuddet, hvad formålet med lånet er, og det er således ikke afgørende, om lånet optages før eller efter erhvervelsen af kapitalandelene, så længe lånet har været en del af den samlede finansieringsplan for erhvervelsen⁴⁴. Såfremt selvfinansieringen er en del af finansieringsplanen, er forbindelseskravet således opfyldt⁴⁵. Det er derimod mere tvivlsomt, om forbindelseskravet er opfyldt, hvis den efterfølgende selvfinansiering ikke var en del af finansieringsplanen. Ifølge Erhvervsstyrelsens praksis er forbindelseskravet opfyldt, såfremt den konkrete økonomiske bistand fra målselskabet faktisk bliver benyttet til at afdrage på den gæld, en køber har optaget i forbindelse med købet af kapitalandele i målselskabet – den såkaldte akquisitionsgæld⁴⁶. Efterfølgende selvfinansiering anses således for at være omfattet af

³⁵ Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 53

³⁶ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, s. 174

³⁷ For en nærmere beskrivelse af dommen se Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen: *Selskabslovgivningens forbud mod selvfinansiering* s. 38f

³⁸ Se ligeledes U2000.2003H (Dudi), hvor Højesteret bemærker, at det er udtrykkeligt forudsat, at forbuddet omfatter *enhver finansiering af køb af aktier eller anparter*. Højesteret synes at fortolke det danske forbud, så det får en bredere anvendelse end bestemmelsen i Kapitaldirektivet, jf. Søren Friis Hansen og Karsten Engsig Sørensen: *Reform af selvfinansieringsforbuddet*, s. 357

³⁹ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: *Fra Boss til leveraged buyouts*, s. 42

⁴⁰ Henrik Kure: *Finansieringsret*, s. 122

⁴¹ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, s. 161

⁴² Henrik Kure: *Finansieringsret*, s. 122f

⁴³ Jacob Lund-Andersen: *Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering*, s. 119

⁴⁴ Jan Schans Christensen: *Selskabsloven med kommentarer*, s. 558 og *Kapitalselskaber*, s. 423

⁴⁵ Jacob Lund-Andersen: *Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering*, s. 121

⁴⁶ Jacob Lund-Andersen: *Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering*, s. 124

forbuddet, uanset om denne var en del af finansieringsplanen eller ej. En sådan fortolkning medfører, at forbuddets tidsmæssige udstrækning principielt er ubegrænset. Denne praksis har ifølge *Lund-Andersen* en tvivlsom hjemmel⁴⁷. Det kan imidlertid anføres, at denne fortolkning er i overensstemmelse med den af forarbejderne forudsatte formålsfortolkning, hvor der skal lægges vægt på, om der rent faktisk er foretaget selvfinansiering. Da selvfinansieringsforbuddet således i hvert fald ifølge Erhvervsstyrelsen også gælder efter en erhvervelse af kapitalandele, får det betydning, i hvilket omfang selvfinansieringsforbuddet kan udstrækkes til materielt at omfatte forskellige efterfølgende dispositioner⁴⁸. Dette behandles i afsnit 4-6, hvor forbindelseskravet vil blive behandlet yderligere.

2.3. Lempelsen af selvfinansieringsforbuddet

Kapitaldirektivets forbud mod selvfinansiering har været genstand for betydelig kritik. *Ferran* anfører således, at selvfinansieringsforbuddet er unødvendigt og direkte skadeligt, idet det kan hindre legitime økonomiske værdifulde transaktioner⁴⁹. I Danmark skyldes kritikken, at forbuddet rummer betydelige fortolkningsvanskeligheder⁵⁰, og at den danske regel synes mere vidtgående end Kapitaldirektivets art. 23⁵¹.

I oktober 1999 foreslog den såkaldte Company Law Slim Working Group⁵², at forbuddet blev lempet ”to a practical minimum”⁵³. I overensstemmelse med disse anbefalinger samt den efterfølgende rapport fra High Level Group of Company Law Experts fra 2002⁵⁴ blev reglerne om selvfinansiering på europæisk plan lempet ved en ændring af Kapitaldirektivets art. 23, stk. 1, jf. ændringsdirektiv 2006/68/EF af 6. september 2006 (Ændringsdirektivet). Ændringsdirektivet indeholdte i artikel 23, stk. 1 hjemmel til, at medlemsstaterne under visse nærmere opregnede betingelser kunne tillade selvfinansiering for aktieselskaber.

I Danmark nedsatte økonomi- og erhvervsministeren i oktober 2006 et udvalg til Modernisering af Selskabsretten (Moderniseringsudvalget)⁵⁵, i hvilket et flertal anbefalede en lempelse af de danske regler omkring selvfinansiering i overensstemmelse med mulighederne i det ændrede Kapitaldirektiv⁵⁶. Lovgiver fulgte Moderniseringsudvalgets anbefaling og vedtog 29. maj 2009 lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber, hvori der var indført en lempelse af de hidtidige selvfinansieringsregler, jf. SL § 206, stk. 2 og 3 og §§ 207-209⁵⁷.

⁴⁷ Jacob Lund-Andersen: Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering, s. 122

⁴⁸ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 95.

⁴⁹ Eilís Ferran: Simplification of European Company Law on Financial Assistance, s. 94

⁵⁰ Henrik Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 294

⁵¹ Morten Melander: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2, s. 177

⁵² SLIM- forslaget er begrundet i et generelt ønske om at sikre en mere enkel og fleksibel regulering af reglerne vedrørende selskabers kapital. Se mere herom Søren Friis Hansen og Karsten Engsig Sørensen: Reform af selvfinansieringsforbuddet, s. 353

⁵³ Jf. Recommendations by the Company Law Slim Working Group on the simplification of the first and second company law directive, s. 7

⁵⁴ Jf. Report of the High Level Group of Company Law Experts

⁵⁵ Se nærmere om præmisserne for udvalgets arbejde Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen: Den nye selskabslov, s. 25-32.

⁵⁶ Moderniseringsbetænkningen nr. 1498/2008, s. 518

⁵⁷ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 421

3. Lovlig selvfinansiering i praksis

Ifølge SL § 206, stk. 2 kan et kapitalselskab direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed i forbindelse med tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab, såfremt betingelserne i SL § 206, stk. 3 og §§ 207-209 er opfyldt. Der er med disse betingelser ifølge Krüger tale om såkaldte *safe harbour-regler*⁵⁸, hvorefter en køber kan vide sig sikker på, at finansieringen er lovlig, såfremt målselskabet gennemfører den proces, der beskrives i de nævnte paragraffer. Krüger har ret så langt, at *såfremt* betingelserne er opfyldt, kan køberen vide sig sikker på, at finansieringen er lovlig. Hvis betingelserne derimod ikke er klare nok til, at køberen kan vide sig sikker på, at de er opfyldt, kan han ligeledes heller ikke vide sig sikker på, om finansieringen er lovlig.

Hvis blot én af betingelserne ikke er opfyldt, er selvfinansieringen ulovlig, og dette kan have alvorlige konsekvenser for de involverede parter. Modtageren af et lån ydet i strid med forbuddet skal således efter SL § 215 tilbagebetale lånet tillige med en forrentning⁵⁹. Kan tilbagebetaling ikke ske, ”indestår” de personer, der har truffet eller opretholdt beslutningen, for det tab, selskabet måtte lide, jf. SL § 215, stk. 2. Denne indeståelse skal forstås som en regel om hæftelse på *objektivt* grundlag, jf. den såkaldte Pirchert-sag i U1998.1172H⁶⁰, og dette ansvar suppleres endvidere af ledelsens almindelige culpaansvar efter SL § 361. Hertil kommer, at selvom rådgivere som udgangspunkt ikke er omfattet af § 215, stk. 2, er de underlagt et *professionsansvar*, hvorefter rådgivere kan være erstatningsansvarlige for selskabets tab ved selvfinansiering⁶¹. Dommen U2007.2600H (De Soto Equity)⁶² illustrerer således, at det kan have betydelige ansvarsmæssige konsekvenser for en advokat at foretage en mangelfuld eller fejlagtig rådgivning om selvfinansiering⁶³. Endeligt er selvfinansiering i SL § 367, stk. 1 sanktioneret med bøde⁶⁴, og der kan i nogle tilfælde tillige være tale om forhold, der er strafbare efter straffelovens regler om skyldnersvig og mandatsvig⁶⁵.

Grundet disse alvorlige konsekvenser ved en ulovlig selvfinansiering har det stor betydning for de involverede parter at sikre sig, at finansieringen er lovlig. Lovlig selvfinansiering skal imidlertid gennemgå en omfattende procedure, før den kan eksekveres⁶⁶. Mens en række af betingelserne er klare, medfører andre af betingelserne betydelige fortolkningsvanskeligheder. Således er især betingelsen om, at finansieringen skal være i ”selskabets interesse”, så uklar, at det for selv nok så forsigtige parter i en virksomhedsoverdragelse kan synes svært at vide sig sikker på, om denne betingelse nu også er overholdt. Med henblik på at vurdere muligheden for i praksis at gennemføre lovlig selvfinansiering, gennemgås de enkelte betingelser kort nedenfor.

⁵⁸ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 290

⁵⁹ Lånet forrentes efter rentelovens § 5 med tillæg af 2 %, medmindre en højere rente er aftalt, jf. SL § 215, stk. 1. Hvis selskabet er under rekonstruktions- eller konkursbehandling, kan kapitalejeren ikke gennem modregning skaffe sig en bedre retsstilling end selskabets øvrige kreditorer i strid med det konkursretlige lighedsprincip, jf. U2009.2056Ø.

⁶⁰ Erik Werlauff: Selskabsret, s. 325f.

⁶¹ Se således den såkaldte Thrane-sag U2000.365/2H, hvor Højesteret har lagt og bekræftet linjen for sælgerens og rådgivernes ansvar, jf. Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 297

⁶² Se tillige U2000.23H. For en beskrivelse af dommene se Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 843-844.

⁶³ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 212

⁶⁴ Bøden er efter retspraksis som udgangspunkt 5 % af den økonomiske støtte, men kan under hensyn til konkrete omstændigheder halveres, jf. bl.a. U1997.256H

⁶⁵ Jf. således U1978.414Ø og U1981.701 om skyldnersvig og U1985.940H om mandatsvig

⁶⁶ Werlauff, Larsen og Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb, s. 49

3.1. Betingelserne for lovlig selvfinansiering

3.1.1. Kreditvurdering af modtagerkredsen

Kapitalselskabets centrale ledelsesorgan⁶⁷ skal sikre, at der bliver foretaget en individuel kreditvurdering af hver enkelt person, der modtager den økonomiske bistand fra selskabet for at afdække, om en eventuel økonomisk bistand sker på et økonomisk forsvarligt grundlag med passende hensyn til selskabets generelle interesser og samlede forpligtelser⁶⁸. Det er op til det centrale ledelsesorgan at vurdere, hvilke oplysninger, der er nødvendige for at træffe beslutningen, herunder om der er brug for ekstern rådgivning⁶⁹. Ifølge lovbemærkningerne bør midlerne kun stilles til rådighed, hvis det forventes, at også en professionel långiver, eksempelvis en bank eller et realkreditinstitut, vil være villig til at stille midler til rådighed⁷⁰. Det kan imidlertid synes vanskeligt for det centrale ledelsesorgan at dokumentere *forventningen* om, at også en professionel långiver ville stille midler til rådighed⁷¹, især da vurderingen af kreditværdighed beror på de forskellige långiveres risikovillighed⁷². *Lerche-Gredal* og *Bang* formoder da også, at der ikke kan stilles krav om, at en långivende bank skal have givet konkret tilsagn om at ville yde køber et lån til den specifikke overdragelse, eller at de aftalte vilkår faktisk kan opnås i markedet⁷³. Dette ville i realiteten overflødiggøre muligheden for lovlig selvfinansiering⁷⁴. Da loven og bemærkningerne ikke giver nærmere vejledning omkring kreditvurderingen, må kravet om, at der skal foretages en kreditvurdering af køber, forventes at gøre selvfinansiering til en mere besværlig proces⁷⁵.

3.1.2. Generalforsamlingens godkendelse

Ifølge SL § 207, stk. 2 skal generalforsamlingen godkende den lovlige selvfinansiering med sædvanlig vedtægtsmæssig majoritet, jf. SL § 106, hvilket medfører, at godkendelsen som udgangspunkt kræver tilslutning fra 2/3 af såvel de afgivne stemmer som af den repræsenterede stemmeberettigede kapital⁷⁶. Minoritetskapitalejere, der repræsenterer mere end 1/3, kan således reelt blokere for lovlig selvfinansiering. Herudover gælder såvel generalklausulen i § 108⁷⁷ som ligeretsgrund-sætningen i § 45⁷⁸, hvorfor minoritets- og kreditorbeskyttelsen er så stærk, at lovlig selvfinansiering ud fra en praktisk betragtning i de fleste tilfælde må anses for udelukket i selskaber, der er ejet af mere end én kapitalejer⁷⁹. Lovlig selvfinansiering i selskaber med flere kapitalejere vil således i bedste fald være meget uhensigtsmæssig, i værste fald umuligt⁸⁰. Omvendt vil generalforsamlingens godkendelse næppe i sig selv volde vanskelighed i de mange selskaber, hvor ejerskabet er koncentreret⁸¹.

En eksisterende kapitalejer kan på generalforsamlingen varetage egne formueinteresser og foretage "egoistisk stemmeafgivning" i forbindelse med en beslutning om, hvorvidt kapitalejeren kan mod-

⁶⁷ Det centrale ledelsesorgan defineres i SL § 5, stk. 1, nr. 4

⁶⁸ Jf. bemærkningerne til § 206 i lovforslag L 170 af 25. marts 2009

⁶⁹ Schaumburg-Müller og Werlauff: Selskabsloven med kommentarer, s. 996

⁷⁰ Jf. bemærkningerne til § 206 i lovforslag L 170 af 25. marts 2009 samt Moderniseringsbetænkningen s. 1024, samt Noe Munck og Lars Hedegaard Kristensen: Selskabsformerne, s. 333f

⁷¹ Fredrik von Barnekow: Lovlig selvfinansiering, s. 66

⁷² Morten Melander: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2, s. 180, note 21

⁷³ Lerche-Gredal og Bang: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelser, s. 26

⁷⁴ Fredrik von Barnekow: Lovlig selvfinansiering, s. 66

⁷⁵ Lerche-Gredal og Bang: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelser, s. 27

⁷⁶ Erik Werlauff: Selskabsret, s. 316

⁷⁷ Jf. bemærkningerne til § 207 i lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009

⁷⁸ Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker: Transaktioner i selskaber s. 424

⁷⁹ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 130

⁸⁰ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 134

⁸¹ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 292

tage lovlig selvfinansiering⁸², da kapitalejeren ikke er inhabil i forbindelse med afstemningen, jf. en modsætningsslutning fra inhabilitetsreglen i SL § 86⁸³. Generalforsamlingens godkendelse skal foreligge, *inden* den økonomiske bistand ydes, hvilket medfører, at generalforsamlingen ikke på forhånd kan bemyndige selskabets centrale ledelsesorgan til at træffe beslutning om at yde lovlig selvfinansiering⁸⁴.

3.1.3. *Det centrale ledelsesorgans redegørelse*

Ifølge SL § 207, stk. 1, 2. pkt. skal selskabets centrale ledelsesorgan udarbejde en skriftlig redegørelse, som danner grundlag for generalforsamlingens stillingtagen til selvfinansieringen. Redegørelsen skal som minimum indeholde baggrunden for forslaget, selskabets interesse i dispositionen, betingelserne for dispositionen, konsekvenserne for selskabets likviditet og solvens samt den pris, tredjemand skal betale for kapitalandelene, jf. SL § 207, stk. 1, nr. 1-5.

Som nævnt indledningsvist har især kravet om *selskabets interesse*⁸⁵ i at gennemføre selvfinansieringen givet anledning til usikkerhed og problemer. Hverken SL § 207 eller forarbejderne til loven angiver, hvad der i denne forbindelse skal forstås med ”selskabets interesse”⁸⁶. Den juridiske litteratur er sparsom med eksempler på, hvad der kan antages at være i ”selskabets interesse”, men der synes at være enighed om, at tilfælde, hvor formålet med selvfinansieringen er at udvide selskabets ejerkreds med en ny kapitalejer, som besidder en unik viden eller en særlig know-how, som selskabet kan drage fordel af, er et eksempel på selvfinansiering, der opfylder betingelsen om at være i selskabets interesse⁸⁷. *Bunch og Rosenberg* fremhæver som endnu et eksempel den situation, hvor selvfinansieringen ydes med henblik på at købe en eller flere kapitalejere ud af et kapital selskab med et begrænset antal kapitalejere, hvor der er opstået en deadlock situation som følge af, at en uenighed mellem kapitalejerne lammer selskabet, og konflikten ikke kan løses⁸⁸. Det kan imidlertid med rette overvejes, om disse tilfælde nu også er så klare, som litteraturen fremstiller dem. Omvendt er der ingen tvivl om, at selvfinansiering, der tilgodeser en hovedkapitalejer, men som ikke er i de øvrige kapitalejeres interesse, ikke vil være i overensstemmelse med kriteriet om, at selvfinansieringen skal være i selskabets interesse⁸⁹.

Idet det som udgangspunkt må være et selskab uvedkommende, hvem der er selskabets kapitalejere, antager *Bunch og Rosenberg*, at der skal kunne påvises en egentlig interesse for selskabet i at foretage den pågældende transaktion⁹⁰. *Sofsrud* antager, at selskabets interesse henviser til interessen hos det økonomiske residualssubjekt i selskabet, dvs. den eller de personer, der ved selskabets opløsning får udbetalt selskabets nettoformue. Dette er normalt kapitalejerne, men i tilfælde af konkurs er det selskabets kreditorer⁹¹. Enig hermed er *Bunch og Schans Christensen*, der definerer udtrykket som kapitalejernes kollektive interesse i selskabet, dog således at det afgørende må være beskyttelsen af kreditorernes interesser i selskabet, i det øjeblik selskabet er eller ved en påtænkt disposition ville blive insolvent⁹². Heroverfor påpeger *Werlauff*, at selskabsinteressen består af mere

⁸² Werlauff, Larsen og Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb, s. 55

⁸³ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 789, 2. spalte og Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 194

⁸⁴ Bernhard Gomard og Peer Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber, s. 433

⁸⁵ For en gennemgang af begrebet se Lars Bunch og Jan Schans Christensen: Selskabets egeninteresse, U2011B.1

⁸⁶ Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker: Transaktioner i selskaber s. 421

⁸⁷ Se eksempelvis Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 790, 1. spalte og Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 422

⁸⁸ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 790, 1. spalte

⁸⁹ Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer s. 563

⁹⁰ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 790, 1. spalte

⁹¹ Thorbjørn Sofsrud: Bestyrelsens beslutning og ansvar, s. 259

⁹² Lars Bunch og Jan Schans Christensen: Selskabets egeninteresse, s. 2

end summen af selskabsdeltagernes interesser i selskabet, hvorfor der udspringer en loyalitetspligt over for blandt andet minoritets- og kreditorinteresser⁹³. I samme retning må selskabets interesse ifølge *Krüger* formentlig forstås som en samlebetegnelse for de interesser, som beskyttes af selskabsloven, set i lyset af baggrunden for selvfinansieringsreglerne. Det betyder først og fremmest beskyttelse af selskabskreditorernes interesser, men altså ikke en udelukkelse af andre interesser⁹⁴.

Det er således uklart, hvilke forhold det centrale ledelsesorgan skal lægge vægt på, når selskabets interesse vurderes. Vanskeligheden ved at opfylde betingelsen om, at den lovlige selvfinansiering skal være i selskabets interesse, hænger endvidere sammen med den interessekonflikt, der er indbygget i begrebet selvfinansiering, idet interessen i at modtage finansiering stort set altid vil være dominerende over for interessen i at yde den⁹⁵.

At det i praksis kan være svært at afgøre, om selvfinansiering er i selskabets interesse og dermed lovlig, bliver ikke bedre af, at vurderingen heraf formentlig ofte foretages flere år efter ydelsen af selvfinansieringen på et tidspunkt, hvor selskabet er gået konkurs. Ved selskabets konkurs har kurator naturligvis en interesse i, hvis ikke en pligt til, at anfægte selvfinansieringen. Da selskabet er gået konkurs, kan det synes svært for de involverede parter i dette retrospektiv, hvor tingene er gået galt, at godtgøre, at selvfinansieringen var i selskabets interesse. Dette medfører, at selvfinansieringen er ulovlig, og da målselskabet er gået konkurs, er køberen indehaver af værdiløse kapitalandele, samtidig med at han skal betale hele lånet tilbage til konkursboet. Hvis ikke dette er muligt, er de parter, der har truffet eller opretholdt dispositionen, objektivt ansvarlige, hvortil kommer det næsten uundgåelige rådgiveransvar. Alle parter har således motivation til at færdes med forsigtighed. Usikkerheden omkring begrebet "selskabets interesse" sammenholdt med de alvorlige konsekvenser medfører derfor, at lovlig selvfinansiering ofte ikke er en særlig attraktiv mulighed for parterne.

Endelig skal den skriftlige redegørelse offentliggøres i Erhvervsstyrelsens it-system eller være modtaget i Erhvervsstyrelsen med henblik på offentliggørelse senest 2 uger efter generalforsamlingens godkendelse, jf. SL § 207, stk. 3. Kravet om offentliggørelse kan være vanskeligt at acceptere for både køber og sælger, da *prisen* for kapitalandelene ikke kan holdes fortrolig, og dette krav kan formentlig afholde mange selskaber fra at bruge muligheden for lovlig selvfinansiering⁹⁶.

3.1.4. *Beslutningens forsvarlighed*

Den samlede økonomiske bistand til tredjemand må på intet tidspunkt overstige, hvad der er *forsvarligt* under hensyntagen til selskabets, og i moderselskaber koncernens, økonomiske stilling, jf. SL § 208, 1. og 2. pkt. Bestemmelsen begrænser selvfinansieringen til de *frie reserver*, som efter SL § 180, stk. 2 kan anvendes til udlodning af ordinært udbytte, hvilket skal ses i sammenhæng med ledelsens almindelige pligt til at sikre, at selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt, jf. SL §§ 115, nr. 5, 116 nr. 5, og 118, stk. 2⁹⁷. Ledelsen må i hvert enkelt tilfælde vurdere, hvor stort et beløb, der inden for de frie reserver, kan ydes selvfinansiering for⁹⁸. Vurderingen skal foretages på det tidspunkt, hvor bistanden ydes, hvorfor et efterfølgende fald i de frie reserver ikke udløser krav om afvikling af mellemværendet⁹⁹. Ydelsen af selvfinansiering har nogle specifikke *regnskabsmæssige konsekvenser*, idet selskabet skal omklassificere et beløb svarende til den økonomiske bistand fra posten: "Overført overskud" eller anden post under egenkapitalen, der kan anvendes

⁹³ Erik Werlauff: Selskabsret, s. 32

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

⁹⁵ Henrik Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 297

⁹⁶ Henrik Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 301

⁹⁷ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 422

⁹⁸ Henrik Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 300

⁹⁹ Jf. bemærkningerne til § 208 i lovforslag L 170 af 25. marts 2009

til udbytte, til posten ”Reserve for udlån og sikkerhedsstillelse”, jf. årsregnskabslovens § 35a, stk. 1, så den frie reserve, der dannede grundlag for selvfinansieringen, ikke kan bruges to gange¹⁰⁰.

3.1.5. Sædvanlige markedsvilkår

Formålet med, at den lovlige selvfinansiering skal ske på sædvanlige markedsvilkår, er ifølge bemærkningerne til selskabsloven at sikre, at selskabets midler ikke stilles til rådighed for tredjemand på vilkår, der forfordeler visse eksisterende kapitalejere, eller på urimelig vis forringer kreditorernes stilling¹⁰¹. Ifølge *Bunch* og *Rosenberg* skal selvfinansieringen ydes på samme betingelser, som en uafhængig kreditor ville tilbyde¹⁰². Modsat anfører *Krüger*, at betingelsen ikke bør læses således, at tilsvarende vilkår faktisk kan opnås i markedet, da der i sig selv intet odiøst er i, at det selskab, der skal overtages, selv er i stand til at medvirke til gennemførelsen, selvom bankfinansiering ikke kan opnås¹⁰³. *Kure* anfører videre, at hvis målestokken er de vilkår, som modtageren kan opnå i et pengeinstitut, mister muligheden for lovlig selvfinansiering en del af sin glans, eftersom modtageren da lige så godt kan optage finansieringen i pengeinstituttet¹⁰⁴. Man kan således antageligt ikke stille krav om de eksakt samme vilkår, som vil kunne opnås gennem uafhængige pengeinstitutter. Formålet med lovlig selvfinansiering er netop at opnå bedre vilkår end eksempelvis gennem en bank¹⁰⁵. Det vil således være en konkret vurdering, hvad der fra tid til anden er omfattet af sædvanlige markedsvilkår¹⁰⁶, og det centrale ledelsesorgan må sikre, at lånet er ydet på rimelige og forsvarlige vilkår, især hvad angår rente, sikkerhedsstillelse og kreditvurdering¹⁰⁷. I praksis må det være afgørende, om ledelsen er i stand til at dokumentere, at vilkårene for selvfinansiering har været overvejet, og at man rimeligvis har kunnet konkludere, at vilkårene var sædvanlige på det tidspunkt, hvor det blev besluttet at yde selvfinansieringen¹⁰⁸.

3.2. Opsummering

I forhold til *Krügers* udsagn om, at der er tale om safe-harbour regler, kan man anføre, at betingelserne for en umiddelbar betragtning kan virke overkommelige at opfylde¹⁰⁹, og *Werlauff* anfører da også, at betingelserne næppe er vanskelige at opfylde i praksis¹¹⁰. Som det fremgår af ovenstående gennemgang er proceduren for lovlig selvfinansiering imidlertid særdeles ressourcekrævende, og flere af betingelserne kan være vanskelige at opfylde i praksis¹¹¹. Betingelserne om kreditvurdering og sædvanlige markedsvilkår kan således besværliggøre selve processen, mens betingelserne om generalforsamlingens godkendelse og offentliggørelsen af prisen kan begrænse muligheden for overhovedet at anvende lovlig selvfinansiering. Det største problem ligger imidlertid i den fortolkningstvivil, der især knytter sig til begrebet ”selskabets interesse”, da denne rummer en risiko for, at selvfinansieringen, uanset forsigtigheden hvormed denne foretages, vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet. Dette hænger sammen med, at det kan risikeres, at vurderingen af, om selvfinan-

¹⁰⁰ Erik Werlauff: Selskabsret, s. 317

¹⁰¹ Jf. bemærkningerne til § 209 i lovforslag L 170 af 25. marts 2009

¹⁰² Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 788, 1. spalte

¹⁰³ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 293

¹⁰⁴ Henrik Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 299

¹⁰⁵ John Svensson og Mathias Krarup: Nye regler om selvfinansiering, s. 100

¹⁰⁶ Nicholas Lerche-Gredal og Niels Bang: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelser, s. 26. Se Svensson og Krarup: Nye regler om selvfinansiering, s. 98-99, hvor markedsvilkår bedømmes i en skatteretlig analyse

¹⁰⁷ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 794, 1. spalte.

¹⁰⁸ Henrik Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 299

¹⁰⁹ Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen: Den nye selskabslov, s. 297

¹¹⁰ Erik Werlauff: Selskabsret, s. 317 og Schaumburg-Müller og Werlauff: Selskabsloven med kommentarer, s. 993

¹¹¹ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 130

sieringen er i selskabets interesse, bliver foretaget flere år efter ydelsen af finansieringen på et tidspunkt, hvor selskabet er gået konkurs. I dette retrospektiv, hvor tingene er gået galt, fremstår det måske ikke længere så klart, at selvfinansieringen var i selskabets interesse. Fortolkningsvanskelighederne gør det risikabelt for parterne i transaktionen at bruge reglerne, da en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet kan have alvorlige retsvirkninger for alle parter, ikke mindst for selskabets centrale ledelsesorgan, som risikerer at pådrage sig et personligt objektivt erstatningsansvar¹¹². En overtrædelse kan også have betydelige konsekvenser for modtageren af den økonomiske bistand, der bliver ramt af en objektiv tilbagebetalingspligt. I det værst tænkelige tilfælde, hvor selskabet er gået konkurs, er kapitalejeren således indehaver af værdiløse kapitalandele, samtidig med at han skal tilbagebetale hele lånet til det konkursramte selskab på trods af, at han reelt har forsøgt at overholde reglerne for lovlig selvfinansiering. Derudover er et rådgiveransvar i praksis en næsten uundgåelig konsekvens af en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet. Alle involverede parter har således motivation til at færdes med forsigtighed.

På baggrund af ovenstående antager *Kure*, at reglerne om lovlig selvfinansiering kun har ganske begrænset¹¹³, om overhovedet nogen, betydning i praksis¹¹⁴. I stedet må det formodes, at parterne – i det omfang det er muligt – forsøger at anvende alternative finansieringsmuligheder ved erhvervelsen af kapitalandele, som med garanti ikke anses for at være selvfinansiering. Parterne er således interesserede i at komme helt uden om reglerne for selvfinansiering, så det ikke risikeres, at finansieringen efterfølgende bliver anset for at være i strid med selvfinansieringsforbuddet.

ANDRE FINANSIERINGSMULIGHEDER

Som nævnt indledningsvist er det i køberens interesse i sidste ende så vidt muligt at lade målselskabet deltage i finansieringen af sin egen overtagelse. Da en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet kan få betydelige konsekvenser, er målet for parterne at komme uden om de tilfælde, der kan klassificeres som selvfinansiering og således finde mulige alternative finansieringsmuligheder, der ligger helt uden for selvfinansieringsreglernes anvendelsesområde. I det følgende undersøges parternes muligheder for at anvende såkaldt efterfinansiering samt lån inden for koncerner, hvor der kan være tale om egentlige koncernlån, eller om målselskabets deltagelse i en såkaldt cash pool ordning sammen med køberselskabet.

4. Efterfinansiering

Udtrykket ”efterfinansiering” findes ikke i selskabsloven, men anvendes ofte i praksis som en samlebetegnelse for en række dispositioner, der foretages efter en overtagelse af målselskabet, ligesom udtrykkes ses anvendt af Højesteret i dommen U2006.145H (Procuritas)¹¹⁵. Disse efterfølgende dispositioner kan være udlodning af ordinært eller ekstraordinært udbytte, kapitalnedsættelse, likvi-

¹¹² Henrik Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 301

¹¹³ Kure antager, at lovlig selvfinansiering kan forventes at være relevant i nogle tilfælde af generationsskifter, jf. Henrik Kure: Lovlig selvfinansiering, s. 302

¹¹⁴ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 130. Enig heri er Ferran, der ikke mener, at undtagelsen vil blive brugt: “...*the European Commission has suggested a largely pointless relaxation of the ban on financial assistance that, barring truly exceptional circumstances, no-one will ever want to use because it is time-consuming, costly, runs the risk of transaction-disrupting minority shareholder actions and exposes directors to excessive personal risks*”, jf. Eilís Ferran: Simplification of European Company Law on Financial Assistance, s. 99

¹¹⁵ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 181

dation, køb af egne kapitalandele eller fusion. Fælles for disse bestemmelser er, at de alle indeholder kauteler, der tjener til beskyttelse af kreditorers og kapitalejeres interesser ved gennemførelse af de pågældende dispositioner. Da reglerne således indeholder egne beskyttelsesregler, er spørgsmålet, hvorledes selvfinansieringsforbuddet i § 206, stk. 1 forholder sig til disse sædvanlige lovlige selskabsretlige dispositioner, herunder om køberen kan anvende de midler, han gennem disse dispositioner får fra målselskabet, til at tilbagebetale det lån, som han har optaget i forbindelse med købet af kapitalandele (akkvisitionsgælden)¹¹⁶. Forholdet undersøges i det følgende med fokus på reglerne omkring udbytte, der er den mest udbredte af disse finansieringsmetoder i forbindelse med virksomhedsoverdragelser.

4.1. Udbytte

Udbytte kan uddeles enten som ordinært udbytte på den årlige generalforsamling, jf. SL §§ 180-181, eller som ekstraordinært udbytte efter de særlige regler i SL §§ 182-183¹¹⁷. Udlodning af udbytte skal ligesom selvfinansiering ske inden for de frie reserver, men udbyttebetaling er imidlertid i modsætning til lovlige selvfinansiering jf. § 208, 3. pkt., ikke begrænset til midler, der kan anvendes til ordinært udbytte¹¹⁸, da selskabet endvidere kan udlodde ekstraordinært udbytte. Såfremt et eventuelt overskud eller frie reserver, der er optjent eller opstået i et indeværende regnskabsår skal kunne bidrage med finansieringsbyrden for køber, må dette således ske ved efterfinansiering i form af ekstraordinært udbytte¹¹⁹. De nærmere betingelser for udlodning af udbytte skal ikke behandles her, da der i det følgende er fokus på udbyttereglernes forhold til selvfinansieringsforbuddet.

4.1.1. Udlodning af udbytte efter overdragelse

En køber af kapitalandele i et selskab vil ofte være interesseret i at få udbetalt udbytte fra det erhvervede selskab, da køberen herved kan få udbetalt betydelige summer, som kan anvendes til at tilbagebetale lån, der måtte være optaget i forbindelse med erhvervelsen af selskabet¹²⁰. Ifølge Moderniseringsbetænkningen samt lovbemærkningerne til § 206 vil en sådan udbetaling af udbytte til nye kapitalejere efter en overtagelse som udgangspunkt ikke være omfattet af selvfinansieringsforbuddet, og dette gælder uanset, om der er tale om udbetaling af ordinært udbytte på baggrund af selskabets årsrapport eller ekstraordinært udbytte¹²¹. Dette skyldes, at udbyttereglerne har **forrang for selvfinansieringsforbuddet**¹²². Det er dog en betingelse, at alle selskabsretlige formaliteter skal være tilendebragt, før der foretages udbetaling¹²³.

Erhvervsstyrelsen har gennem årene modtaget et større antal forespørgsler fra selskaber, der har været i tvivl med hensyn til, hvorledes et selskab i forhold til selvfinansieringsforbuddet kan udlodde udbytte *efter* dets overtagelse. Ved en afgørelse af den 9. maj 2000 anså Erhvervsstyrelsen en virksomhedsoverdragelse, der blandt andet var udbyttefinansieret, som ulovlig. Ved en nærmere gennemgang af afgørelsen fremgår det dog, at det ikke er udbyttebetalingen som sådan, der begrunder en overtrædelse af forbuddet. Det var derimod nogle enkelte konkrete elementer i det samlede finansieringsarrangement, herunder en transport til banken på realkreditbelåning af ejendomsporteføljen i målselskabet samt et indestående i deponeringskonti, der efter styrelsens opfattelse medfør-

¹¹⁶ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 425

¹¹⁷ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 300

¹¹⁸ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 130f

¹¹⁹ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 194

¹²⁰ Søren Skjærbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 107

¹²¹ Jf. Moderniseringsbetænkningen s. 1022 og bemærkningerne til lovforslag L 170 af 25. marts 2009.

¹²² Erik Werlauff: Selskabsret, s. 318 og Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen: Den nye selskabslov, s. 298

¹²³ Jf. Moderniseringsbetænkningen s. 1022

te, at der blev stillet midler til rådighed for banken, hvorfor der var sket en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet. *Braad og Nielsen* udtrykker da også på baggrund af afgørelsen, at det må være forsvarligt at antage, at styrelsen ikke *generelt* finder udbyttefinansierede aktieerhvervelser ulovlige¹²⁴.

Dette bekræftes af Erhvervsstyrelsens øvrige praksis, herunder en vejledende udtalelse af 22. maj 2001 fra Erhvervsstyrelsen, hvor en planlagt "efterfinansiering" af købet gennem i øvrigt lovlige udbyttebetalinger mv. ikke var i strid med selvfinansieringsforbuddet. Et holdingselskab med en egenkapital på 200 mio. kr. og ansvarlig lånekapital på 74 mio. kr. ville byde på majoriteten i et børsnoteret dansk selskab, og den samlede pris for målselskabet ville andrage ca. 600 mio. kr. Målselskabet havde en meget høj soliditetsgrad, og der var mulighed for at udlodde 180-190 mio. kr. efter transaktionen. Styrelsen udtalte her, at såfremt en række nærmere oplyste betingelser var opfyldt, ville udbyttet ikke stride mod selvfinansieringsforbuddet¹²⁵. Disse betingelser går igen i en række af Erhvervsstyrelsens udtalelser, hvor styrelsen generelt har anført, at betingelserne skal overholdes, for at en udbytteudlodning, der efterfølgende anvendes til at betale renter og afdrag på købers akquisitionslån, ikke skal omfattes af reglerne om selvfinansiering¹²⁶. Betingelserne er følgende:

1. Målselskabet eller dets dattervirksomheder må ikke yde lån, hvor midlerne direkte eller indirekte anvendes til at finansiere købers erhvervelse af kapitalandele i målselskabet.
2. Målselskabet må ikke direkte eller indirekte hæfte for købers forpligtelser over for banken eller andre, som medvirkede til finansieringen af overtagelsen af målselskabet.
3. Banken og/eller andre, som finansierer overtagelsen, må ikke få sikkerhed for lån til køber i aktiver tilhørende målselskabet eller dets dattervirksomheder.
4. Målselskabet må ikke garantere fremtidige udbyttebetalinger.
5. Målselskabets handlefrihed må ikke begrænses i et for selskabet skadeligt omfang.
6. Ved udbyttebetalinger fra målselskabet til køber, skal selskabslovens almindelige bestemmelser overholdes. Herunder skal det særligt påses, at udbyttet ikke overstiger, hvad der er forsvarligt for målselskabet, hvilket selskabets centrale ledelsesorgan har ansvaret for.
7. Udbyttebetalingen må ikke skaffe køber en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres bekostning.
8. Det centrale ledelsesorgan i målselskabet skal påse, at selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt.

Disse betingelser udtaler imidlertid reelt ikke noget, der ikke allerede gælder ifølge selskabsloven, og "betingelserne" er derfor udtryk for en præcisering af det centrale, nemlig at efterfinansiering ved udlodning af udbytte er lovlig, men under den forudsætning, at udlodningen sker i overensstemmelse med selskabslovens regler¹²⁷. Det understreges herved, at den lovligt vedtagne udbyttebetaling ikke bliver ulovlig af, at den står i forbindelse med en overdragelse af kapitalandele¹²⁸. Erhvervsstyrelsen er således af den opfattelse, at såfremt selskabslovens sædvanlige betingelser for udbetaling af udbytte er iagttaget, vil en udbetaling af ordinært eller ekstraordinært udbytte ikke være i strid med selvfinansieringsforbuddet, selvom udbyttet anvendes til at nedbringe køberens akquisitionsgæld.

¹²⁴ Anders Braad og Claus Nielsen: Selvfinansieringsforbuddet i aktieselskabslovens § 115, stk. 2, s. 463

¹²⁵ Erik Werlauff: Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv., s. 382

¹²⁶ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 754f og Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker: Transaktioner i selskaber s. 434f og Henrik Kure: Finansieringsret, s. 141

¹²⁷ Martin Christian Kruhl og Søren Høgh Thomsen: Selvfinansiering & fusion, s. 61

¹²⁸ Erik Werlauff: Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv., s. 383

Ligeledes har Højesteret i U2006.145H (Procuritas) sagt god for lovligheden af en planlagt efterfinansiering via udlodning af udbytte til køber til nedbringelse af de lån, som køber havde optaget for at kunne erlægge købesummen¹²⁹. Sagen omhandlede et overskudsselskab, S, som i 1993 blev solgt for et beløb på i alt DKK 46,7 mio. Efterfølgende blev det på en ordinær generalforsamling i S besluttet at udlodde udbytte på 42,2 mio. kr., som køber, K, delvist ville finansiere købet af S med. S gik senere konkurs, hvorefter skattevæsenet, som havde lidt et tab, anlagde sag mod sælgerne, køberne og begges rådgivere med påstand om erstatning for ansvarspådragende selskabstømning. Højesteret stadfæstede Østre Landsrets frifindelse af alle sagens parter¹³⁰. Højesteret udtalte, at det som et led i den samlede plan for overdragelserne var forudsat, at K's erhvervelse af aktierne i S i meget væsentligt omfang var baseret på **optagelse af lån, der efter købet ville blive indfriet ved, at der skete udlodning fra S til K**. Hverken ordlyden af eller forarbejderne til aktieselskabsloven gav fornødne holdepunkter for at antage, at en sådan planlagt **efterfinansiering** med frie midler, indebar en overtrædelse af forbuddet mod selvfinansiering¹³¹. Højesteret godkendte således en klart planlagt efterfinansiering med en betydelig del af det købte selskabs frie reserver¹³². Ifølge forarbejderne til selskabsloven samt administrativ praksis og retspraksis strider en efterfølgende udbyttebetaling således ikke mod reglerne om selvfinansiering, såfremt reglerne om udbetaling af udbytte er overholdt¹³³. Dette uanset at formålet med udbytteuddelingen ene og alene er, at køber med disse selskabsmidler kan afdrage på eller indfri det lån, der optoges for at finansiere erhvervelsen af kapitalandele¹³⁴.

4.1.2. *Lex specialis*

Den juridiske litteratur udtrykker i overensstemmelse med ovenstående, at en efterfinansiering gennem udbyttebetaling ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Dette har *Werlauff* begrundet med, at de detaljerede forskrifter om udbytte er *lex specialis* og dermed har forrang for selvfinansieringsforbuddet, også selvom transaktionen helt klart bruges til at finansiere erhvervelsen af kapitalandele i målselskabet¹³⁵. Et i øvrigt lovligt udbytte bliver således ikke ulovligt af, at kapitalejeren skal anvende udbyttet til at betale af på købesummen for kapitalandelene¹³⁶. Dette fremgår både af forarbejderne, domspraksis, administrativ praksis og den juridiske litteratur. Det kan imidlertid overvejes, om det har nogen betydning for udbyttets lovlighed, at udbyttet udloddes inden en påtænkt erhvervelse af et selskab eller samtidig hermed, jf. lige nedenfor.

4.1.3. *Forudgående slankning ved udlodning af udbytte*

Ved forudgående slankning udbetaler målselskabet inden en påtænkt erhvervelse af dets kapitalandele udbytte til dets hidtidige kapitalejere (sælgerne). En sådan udbyttebetaling slanker selskabet og nedbringer kapitalen, hvilket alt andet lige reducerer købesummens størrelse og købers finansieringsbehov¹³⁷. Økonomi- og Erhvervsministeriet har i lovmotiverne til lov nr. 226 af 31. marts 2004¹³⁸ begrundet den indførte mulighed for ekstraordinære udbytteudlodninger med, at denne vil gøre det lettere at finansiere aktieerhvervelser i selskabet med betydelige frie reserver, idet disse frie

¹²⁹ Nils Kjellegaard Jensen: Selskabsretlig Håndbog, s. 205

¹³⁰ Mads Ilum og Bjørn Krog Andersen: Akkvisitionsfinansiering ET2007.4, afsnit 3

¹³¹ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 181f

¹³² Nils Kjellegaard Jensen: Selskabsretlig Håndbog, s. 205

¹³³ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 108

¹³⁴ Nils Kjellegaard Jensen: Selskabsretlig Håndbog, s. 204

¹³⁵ Erik Werlauff: Selvfinansieringsforbud contra *lex specialis*, s. 370. Se ligeledes Fredrik von Barnekow: Lovlig selvfinansiering, s. 64

¹³⁶ Erik Werlauff: Selskabsret, s. 318 og Fredrik von Barnekow: Lovlig selvfinansiering, s. 64

¹³⁷ Nils Kjellegaard Jensen: Selskabsretlig håndbog, s. 203

¹³⁸ Jf. lovforslag nr. 125, der blev til lov nr. 226 af 31. marts 2004

reserver hurtigere kan udloddes til sælgerne. *Nyboe* og *Melander* mener, at der hermed ikke kan herske tvivl om, at udbytteudlodning, der finder sted *inden* en overdragelse, aldrig vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet¹³⁹. *Bunch* og *Rosenberg* antager ligeledes, at der intet er til hinder for, at der umiddelbart inden overdragelsen af et selskab udbetales et endda meget væsentligt udbytte til sælgeren af kapitalandelene i et selskab¹⁴⁰. Der er enighed i litteraturen om, at forudgående udlodning af ordinært eller ekstraordinært udbytte ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet¹⁴¹, hvorfor en forudgående slankning ved udlodning af udbytte er fuldt ud lovlig.

4.1.4. Samtidig udlodning af udbytte

Der kan sættes spørgsmålstegn ved, om en samtidig udbetaling af udbytte kan stride mod selvfinansieringsforbuddet, idet Østre Landsret i TfS2004.623 (Digidan-sagen) har anset en samtidig udlodning af udbytte i forbindelse med overdragelse af kapitalandele som selvfinansiering. I sagen var kapitalandelene i et selskab solgt således, at købesummen betales i 4 rater. Første og anden rate af købesummen for selskabet var direkte finansieret ved en i formen lovlig udlodning af ordinært udbytte foretaget af køberen efter overdragelsen af kapitalandele, således at disse rater af købesummen først forfalder til betaling, når udbytteudlodningen var udbetalt til køber. Under hensyntagen til, at der forelå *fuldstændig samtidighed* mellem betalingen af første og anden rate af købesummen på den ene side og den faktiske udbetaling af udbyttet på den anden side, fandt Østre Landsret, at der forelå *ulovlig selvfinansiering*¹⁴².

Denne afgørelse er imidlertid blevet kritiseret i den juridiske litteratur. Således gør *Werlauff* gældende, at dommens præmisser er forkerte, og at samtidigheden er fuldstændig ligegyldig, når blot forskrifterne i selskabsloven om udbetaling af udbytte er overholdt¹⁴³. Et i øvrigt *lovligt* udbytte bliver således ikke *ulovligt* af, at det straks skal betales til den tidligere ejer af selskabet som en del af købesummen. Det er herved underordnet, om det er sælgeren af kapitalandelene, der skal have udbyttet udbetalt, eller om køberen anvender det som afdrag på banklån, han har optaget til finansiering af købet¹⁴⁴. Østre Landsret nævnte endvidere, at der ikke var tale om en i forhold til købesummens erlæggelse *efterfølgende* finansiering af denne. Ifølge *Werlauff* synes dommen at have misforstået det af ham formulerede begreb ”efterfinansiering”¹⁴⁵, da tidselementet netop *ikke* er afgørende i dette begreb. Afgørende er derimod, om udbetalingen sker efter særlige kapitalbeskyttelsesregler, såsom udbytte, idet disse er udtryk for specialregler, der er omgærdet med særlige beskyttelseskauteler og dermed er *lex specialis* i forhold til forbuddet mod selvfinansiering¹⁴⁶. Også *Skjerbek* konkluderer, at dommen er forkert og ikke kan tages som udtryk for en korrekt anvendelse af gældende ret¹⁴⁷. Følgelig vil udlodning af et udbytte, hvor der foreligger fuldstændig samtidighed med en erhvervelse, ikke stride mod selvfinansieringsforbuddet¹⁴⁸. Der ses således ikke at være nogle særlige forhold, der skulle tale for, at en samtidig udlodning af udbytte skulle fortolkes anderledes end en efterfølgende udlodning af udbytte. Ud fra betragtningen om *lex specialis* må det da også antages, at tidspunktet for udlodningen af udbyttet ikke har nogen selvstændig betydning.

¹³⁹ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: *Fra Boss til leveraged buyouts*, s. 48

¹⁴⁰ Lars Bunch og Ida Rosenberg: *Selskabsloven med kommentarer*, s. 753, 1. spalte

¹⁴¹ Se Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 105, Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren: *Køb og salg af virksomheder*, s. 77 og Nils Kjellegaard Jensen: *Selskabsretlig håndbog*, s. 203

¹⁴² Nils Kjellegaard Jensen: *Selskabsretlig Håndbog*, s. 205

¹⁴³ Erik Werlauff: *Efterfinansieret aktiekøb*, s. 2884 og *Selvfinansieringsforbud contra lex specialis*, s. 366

¹⁴⁴ Erik Werlauff: *Efterfinansieret aktiekøb*, s. 2882

¹⁴⁵ Som formuleret i U2001B.381ff

¹⁴⁶ Erik Werlauff: *Efterfinansieret aktiekøb*, s. 2884 og *Selvfinansieringsforbud contra lex specialis*, s. 367

¹⁴⁷ Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 106

¹⁴⁸ Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 107

4.1.5. Leveraged buyout – debt pushdown

Flere af de største virksomhedsoverdragelser i Danmark har været såkaldte leveraged buyouts (LBO), som er lånefinansierede virksomhedsoverdragelser foretaget af kapitalfonde¹⁴⁹. De største og mest kendte af disse er købene af TDC og ISS, men disse er blot nogle blandt mange lånefinansierede kapitalfondsopkøb foretaget i Danmark¹⁵⁰. Et LBO er kendetegnet ved, at køber kun anvender begrænset egenkapital til betaling af købesummen, idet størstedelen af købesummen betales med lånte midler¹⁵¹. Selvfinansieringsforbuddet giver således især anledning til overvejelser i forbindelse med LBO'er på grund af deres høje grad af fremmedfinansiering¹⁵².

Belært af selskabstømmersagerne er der ved LBO etableret en praksis, som muliggør, at målselskabet kan bidrage til overdragelsen, uden at der bliver tale om selvfinansiering og dermed uden at blive omfattet af SL § 206, stk. 1. Metoden, der benævnes debt pushdown, består af en dobbelttekstet låneaftale udstedt af den finansierende bank¹⁵³. Banken yder et lån til køberselskabet, som anvender låneprovenuet til betaling til sælger af købesummen for kapitalandelene i målselskabet. Umiddelbart efter at køber er blevet den formelle ejer af målselskabet, besluttet det at foretage en ekstraordinær udbytteudlodning til køber. Til finansiering af denne udbytteudlodning optager målselskabet et lån hos den samme bank, som har ydet køber akkvisitionslånet. Udbyttet kan herefter betales til køberen, som bruger udbyttet til at tilbagebetale akkvisitionslånet hos banken. Slutresultatet bliver da, at køber har indfriet akkvisitionslånet, mens målselskabet har et driftsmæssigt banklån til finansiering af udbyttebetalingen¹⁵⁴, hvorved gælden således er ”skubbet ned” i målselskabet. Hele finansieringskonstruktionen er aftalt på forhånd, og det endelige resultat er, at målselskabets midler i sidste ende ikke alene skaber grundlaget for finansieringen, men i overvejende grad benyttes til at finansiere transaktionen¹⁵⁵, hvormed målselskabet reelt finansierer sin egen overtagelse¹⁵⁶. For banken har et *debt push down* den fordel, at banken herefter har ydet et lån til et driftsselskab (målselskabet) frem for et lån til et køberselskab, som ofte blot er et holdingselskab, hvis eneste aktiver er kapitalandele i målselskabet¹⁵⁷. Rationalet er således, at lånet er bedre sikret i det selskab, hvor pengestrømmen genereres¹⁵⁸. Hertil kommer, at der kan stilles sikkerhed i målselskabets aktiver for lånet. Det er også en fordel for køberselskabet at flytte gælden ned i målselskabet, da udgiften herved ligger i det selskab, hvor indtjeningen genereres, så køber ikke behøver bekymre sig om at have tilstrækkelig likviditet til tilbagebetaling af lånet¹⁵⁹.

Konsekvensen for målselskabet er derimod kraftigt øgede gældsforpligtelser, fordi der trækkes midler ud af selskabet, uden at der samtidig tilføres selskabet aktiver¹⁶⁰. For eksempel måtte TDC efter at være blevet overtaget af 5 kapitalfonde på få måneder gennem efterfinansiering se sin egenkapital reduceret betydeligt med heraf følgende øget gælds- og finansieringsbyrde¹⁶¹. Dette har medført, at der fra nogle sider er rejst kritik af denne fremgangsmåde¹⁶². Metoden er imidlertid som gennemgået ovenfor fuldt ud lovlig, så længe den følger selskabslovens regler om udbytte. Dette skyldes, at

¹⁴⁹ Mads Ilum og Bjørn Krog Andersen: Akkvisitionsfinansiering ET2007.4

¹⁵⁰ Teis Wormslev: Selvfinansiering og bestyrelsesansvar i praksis, s. 12

¹⁵¹ Se nærmere om fordele og ulemper ved et LBO, Ilum og Krog Andersen: Akkvisitionsfinansiering ET2007.4, afsnit 1

¹⁵² Mads Ilum og Bjørn Krog Andersen: Akkvisitionsfinansiering ET2007.4, afsnit 3

¹⁵³ Morten Melander: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2, s. 176

¹⁵⁴ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 142f

¹⁵⁵ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: Fra Boss til leveraged buyouts, s. 29

¹⁵⁶ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: Fra Boss til leveraged buyouts, s. 147

¹⁵⁷ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 143

¹⁵⁸ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: Fra Boss til leveraged buyouts, s. 26

¹⁵⁹ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 143

¹⁶⁰ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: Fra Boss til leveraged buyouts, s. 27

¹⁶¹ Schaumburg-Müller og Werlauff: Selskabsloven med kommentarer, s. 1004

¹⁶² Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 294, note 72

udbyttet begrænses af de frie reserver i målselskabet, og at debt pushdown ved at følge selskabslovens regler respekterer kreditorerne og eventuelle minoritetskapitalejere, da udbyttereglerne indeholder deres egne beskyttelsesregler. Så længe selvfinansieringsforbuddet har opstillet hindringer for selvfinansiering, har debt pushdown således været den foretrukne fremgangsmåde ved leveraged buyouts¹⁶³.

4.1.6. Sammenligning med lovlig selvfinansiering

Ved en sammenligning af lovlig selvfinansiering med efterfinansiering synes der at være flere argumenter for, at efterfinansiering vil være den fremherskende finansieringsmodel. Hvor der ved lovlig selvfinansiering er tale om en tidskrævende og usikkerhedsbehæftet proces, er udbyttebetaling en langt mere simpel og velafprøvet model¹⁶⁴. Derudover skal beslutning om selvfinansiering foreligges den eksisterende generalforsamling inden overtagelsen, hvorimod efterfinansiering kræver tilslutning fra købers nyindsatte bestyrelse¹⁶⁵, hvilket fra erhververens synspunkt må antages at gøre efterfinansiering en hel del nemmere at vedtage.

Omvendt medfører efterfinansiering ved udbyttebetaling fra selskabet, at midlerne definitivt forlader selskabet, hvorimod midlerne ved lovlig selvfinansiering fortsat tilhører selskabet i form af et tilgodehavende og dermed et aktiv for selskabet¹⁶⁶. I forhold til selskabets soliditet vil det derfor være mest hensigtsmæssigt at udlåne fremfor at udlodde udbytte¹⁶⁷. Undtagelsen om lovlig selvfinansiering opstiller imidlertid en række yderligere, og for erhvervslivet byrdefulde, vilkår for at opnå nøjagtig det samme, som i praksis kan opnås væsentligt mere enkelt ved at udlodde udbytte¹⁶⁸. Hvor lovlig selvfinansiering således er betinget af en række formkrav, er efterfinansiering alene begrænset af de almindelige og kendte regler om udbytte¹⁶⁹. Herudover har en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet som nævnt i afsnit 3 betydelige konsekvenser ikke kun for køberen, der skal tilbagebetale lånet, men også for ledelsen, der kan ifalde objektivet erstatningsansvar, samt for de involverede rådgivere, der risikerer et rådgiveransvar. Når der henses til de vidtgående retsvirkninger, som er knyttet til en overtrædelse af forbuddet mod selvfinansiering, er den usikkerhed, der er forbundet med efterfølgende dispositioner således særdeles u hensigtsmæssig for virksomhederne og deres rådgivere¹⁷⁰. Det kan ikke udelukkes, at der er en række særtilfælde af selskabsovertagelser, hvor selvfinansieringsmodellen vil være et fordelagtigt værktøj, men generelt synes efterfinansieringsmodellen at have visse fortrin¹⁷¹.

4.2. Øvrige efterfølgende dispositioner – herunder fusion

Ud over udbytte kan en køber af kapitalandelene i et selskab efter overdragelsen vælge at gennemføre en kapitalnedsættelse, et tilbagekøbsprogram af egne kapitalandele, en likvidation eller en fusion for herigennem at få adgang til selskabets midler.

Såvel lovbemærkningerne til selskabsloven som Moderniseringsbetænkningen anfører, at *kapitalnedsættelse og tilbagekøbsprogrammer af egne kapitalandele*, der opfylder selskabslovgivningens krav hertil, ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet¹⁷². Det er dog en betingelse, at alle selskabsretlige formaliteter skal være tilendebragt, før der foretages udbetalinger. Der må f.eks. ikke

¹⁶³ Morten Melander: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2, s. 177

¹⁶⁴ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 130f

¹⁶⁵ Morten Melander: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2, s. 182

¹⁶⁶ Erik Werlauff: Selskabsret, s. 317 og Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen: Den nye selskabslov, s. 295 f

¹⁶⁷ Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker: Transaktioner i selskaber s. 412

¹⁶⁸ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 199

¹⁶⁹ Martin Christian Kruhl og Søren Høgh Thomsen: Selvfinansiering & fusion, s. 59

¹⁷⁰ Søren Friis Hansen og Karsten Engsig Sørensen: Reform af selvfinansieringsforbuddet, s. 368

¹⁷¹ Morten Melander: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2, s. 183

¹⁷² Jf. bemærkningerne til lovforslag L 170 af 25. marts 2009 og Moderniseringsbetænkningen s. 1022

ydes forskud på en kapitalnedsættelse, som endnu ikke er gennemført. Erhvervsstyrelsen har hertil tilføjet, at en likvidation af et selskab umiddelbart efter en overtagelse ikke vil være omfattet af selvfinansieringsreglerne, såfremt alle selskabsretlige formaliteter er tilendebragt, før der udbetales midler¹⁷³. Der synes ligeledes at være enighed i litteraturen om, at disse specifikke bestemmelser om udbytte, kapitalnedsættelse, likvidation og egne kapitalandele som specialbestemmelser har forrang for forbuddet mod selvfinansiering¹⁷⁴. *Krüger* begrundede dette med, at det er vanskeligt at se, at rene kreditorhensyn gør det nødvendigt at hindre definitive overførsler, hvor kreditorernes interesser er varetaget, således som det er tilfældet, når de respektive kapitalbeskyttelsesregler er iagttaget¹⁷⁵.

Mens disse dispositioner således ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet, forekommer det mere tvivlsomt, om fusion ligeledes er undtaget fra forbuddet. Ved en fusion mellem køberselskabet og målselskabet sker der en universalsuccession, hvorved køberselskabet får adgang til at råde over de fusionerede midler i målselskabet, som herefter kan bruges til at betale af på lån optaget af køber forud for fusionen. En række forfattere mener, at selskabslovens regler om fusion, der indeholder særlige kreditorbeskyttelsesregler, på samme måde som de øvrige efterfølgende dispositioner har forrang for selvfinansieringsforbuddet¹⁷⁶. Således påpeger *Schans Christensen*, at en efterfølgende fusion mellem køberselskabet og målselskabet principielt bør behandles på samme måde som de anførte tilfælde om udbytte, kapitalnedsættelse, likvidation og egne kapitalandele, idet reale hensyn også her taler for, at de specifikke regler om fusion må nyde forrang¹⁷⁷. Ifølge *Schaumburg-Müller* og *Werlauff* må enhver form for efterfølgende definitiv udlodning af midler fra det overtagne selskab, herunder ligeledes fusion, principielt være retmæssig i relation til forbuddet mod selvfinansiering, fordi disse dispositioner hver har deres egne forskrifter med henblik på kreditorbeskyttelse, og derfor alle må anses for at være *lex specialis* i forhold til forbuddet mod selvfinansiering¹⁷⁸. Erhvervsstyrelsen vurderer det imidlertid anderledes. I en udtalelse af 12. februar 1993¹⁷⁹ afviste Erhvervsstyrelsen under henvisning til selvfinansieringsforbuddet en omvendt lodret fusion, hvor målselskabet blev det fortsættende selskab og køberselskabet det ophørende, idet målselskabets midler efter styrelsens vurdering ved fusionen blev stillet til rådighed til fordel for långiver i køberselskabet¹⁸⁰. Erhvervsstyrelsen anså ikke fusionsbestemmelserne for udtømmende i forhold til selvfinansieringsreglerne, men vurderede at selvfinansieringsforbuddet måtte have forrang for fusionsreglerne. Selvfinansieringsforbuddet vil således også kunne finde anvendelse i situationer, hvor fusionsreglerne i øvrigt er opretholdt¹⁸¹. I en anden afgørelse fra februar 2001¹⁸² afviste Erhvervsstyrelsen også en fusion under henvisning til selvfinansieringsforbuddet. Dette skyldtes, at styrelsen efter en konkret vurdering fandt, at det

¹⁷³ Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker: Transaktioner i selskaber s. 436

¹⁷⁴ Se eksempelvis Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 425, Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker: Transaktioner i selskaber s. 436, Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 757, 1. spalte og Søren Friis Hansen og Karsten Engsig Sørensen: Reform af selvfinansieringsforbuddet, s. 367

¹⁷⁵ Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 294

¹⁷⁶ Se eksempelvis Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 295, note 75, og Erik Werlauff: Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv., s. 383

¹⁷⁷ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 425

¹⁷⁸ Schaumburg-Müller og Werlauff: Selskabsloven med kommentarer, s. 991 og Erik Werlauff: Selvfinansieringsforbud contra *lex specialis*, s. 370

¹⁷⁹ Mere uddybende om afgørelsen, se Anders Braad og Claus Nielsen: Selvfinansieringsforbuddet i aktieselskabslovens § 115, stk. 2, s. 466f

¹⁸⁰ Mads Ilum og Bjørn Krog Andersen: Akkvisitionsfinansiering ET2007.4, afsnit 3

¹⁸¹ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 767, 1. spalte

¹⁸² Se nærmere om afgørelsen Anders Braad og Claus Nielsen: Selvfinansieringsforbuddet i aktieselskabslovens § 115, stk. 2, s. 467f

beløb, der efter en fusion ville blive stillet til rådighed for køberselskabet, ville være større end det beløb, der efter overtagelsen ville kunne udloddes som henholdsvis udbytte eller i forbindelse med en kapitalnedsættelse¹⁸³. Der var i sagen ligeledes tale om en omvendt lodret fusion. Det er imidlertid i henhold til Erhvervsstyrelsens administrative praksis ligegyldigt, hvilket selskab der er det fortsættende selskab i fusionen, og hvilket der er det ophørende. Det afgørende er, at fusionen medfører, at kreditorerne i det købende selskab får direkte adgang til midlerne i det opkøbte selskab¹⁸⁴. Erhvervsstyrelsen har endvidere i en udtalelse af 3. marts 2011 taget stilling til en situation, hvor fusionen skete som et *alternativ* til en erhvervelse af kapitalandele og altså ikke som en *efterfølgende* fusion¹⁸⁵. Styrelsen udtalte, at en fusion i visse tilfælde kan sidestilles med en erhvervelse omfattet af selvfinansieringsreglerne, og det var således uden betydning, om målselskabet blev overtaget ved et køb forud for fusionen eller ved en direkte fusion. På den baggrund konkluderede Erhvervsstyrelsen, at den påtænkte fusion ville være i strid med selvfinansieringsforbuddet¹⁸⁶. På trods af at fusionsreglerne i øvrigt er overholdt, kan selvfinansieringsforbuddet således finde anvendelse på fusioner mellem køberselskabet og målselskabet¹⁸⁷. Erhvervsstyrelsen har dog fået forelagt dispositioner, hvor en fusion efter en overtagelse konkret har været vurderet som ikke værende en transaktion omfattet af selvfinansieringsreglerne¹⁸⁸. Erhvervsstyrelsen foretager imidlertid en helt konkret vurdering, hvor fusionen skal opfylde en række bestemte karakteristika¹⁸⁹. Styrelsens praksis vedrørende anvendelse af selvfinansieringsforbuddet på efterfølgende fusioner har affødt kritik i litteraturen, som ovenfor nævnt mener, at fusionsreglerne må være *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet, som det tilsvarende er gældende for øvrige efterfølgende dispositioner. Da fusionsreglerne indeholder selvstændige bestemmelser om beskyttelse af kapitalejere og kreditorer, fremhæves det således, at kreditorernes interesser er varetaget, og at afgrænsningen af lovlige og ulovlige efterfølgende fusioner kun meget vanskeligt kan foretages¹⁹⁰. Endvidere anfører *Schaumburg-Müller og Werlauff*, at Erhvervsstyrelsens praksis i relation til selvfinansiering i det hele synes restriktiv i sin fortolkning, hvorfor der kunne være et behov for at teste styrelsens administrative praksis. Således virker det blandt andet på baggrund af *Procuritas*-dommen U2006.145H, som om domstolene har en langt mere positivistisk tilgang til brug af lovlige selskabsretlige tiltag end Erhvervsstyrelsen¹⁹¹. Indtil videre er det imidlertid gældende administrativ praksis, at en fusion, om end den sker i fuld overensstemmelse med fusionsreglerne, desuagtet kan være udtryk for ulovlig selvfinansiering¹⁹².

4.3. Sammenfatning

I forlængelse af et køb af et selskab vil køber ofte være interesseret i at udlodde midler fra det tilkøbte selskab. Den gældende retstilstand har afklaret en del fortolkningstvivel, som historisk set har været knyttet til selvfinansieringsforbuddet. Særligt har Højesterets *Procuritas*-dom medført en en-

¹⁸³ Søren Friis Hansen og Karsten Engsig Sørensen: Reform af selvfinansieringsforbuddet, s. 367

¹⁸⁴ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 764, 2. spalte og Bjørn Krog Andersen: Akkvisitionsfinansiering ET2007.4, afsnit 3

¹⁸⁵ Se for et referat af udtalelsen Martin Christian Kruhl og Søren Høgh Thomsen: Selvfinansiering & fusion, s. 63-64

¹⁸⁶ Martin Christian Kruhl og Søren Høgh Thomsen: Selvfinansiering & fusion, s. 64

¹⁸⁷ Anders Braad og Claus Nielsen: Selvfinansieringsforbuddet i aktieselskabslovens § 115, stk. 2, s. 467

¹⁸⁸ Til illustration heraf se eksempler på udtalelser fra Erhvervsstyrelsen Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 773-780

¹⁸⁹ Disse kan ses hos Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 780, 2. spalte og behandles ikke yderligere her

¹⁹⁰ Søren Friis Hansen og Karsten Engsig Sørensen: Reform af selvfinansieringsforbuddet, s. 368

¹⁹¹ Schaumburg-Müller og Werlauff: Selskabsloven med kommentarer, s. 991

¹⁹² Martin Christian Kruhl og Søren Høgh Thomsen: Selvfinansiering & fusion, s. 64f

delig afklaring af spørgsmålet om lovligheden af efterfinansiering i form af udbytte¹⁹³. Erhvervsstyrelsen er ligeledes af den opfattelse, at såfremt selskabslovens sædvanlige betingelser for udbetaling af udbytte er iagttaget, vil en udbetaling af ordinært eller ekstraordinært udbytte ikke være i strid med selvfinansieringsforbuddet, selvom udbyttet anvendes til at nedbringe køberens akkvisitions-gæld. Udbyttereglerne samt de øvrige kapitalbeskyttelsesregler i selskabsloven er således *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet, og en udlodning af udbytte, kapitalnedsættelse, erhvervelse af egne kapitalandele samt likvidation er fuldt ud lovlig i forhold til selvfinansieringsforbud-det, uanset på hvilket tidspunkt dispositionen foretages. Det gælder også, selvom formålet med ud-lodningen er at tilbagebetale akkvisitions-gæld i køberselskabet¹⁹⁴. Dette er dog for samtlige transak-tionstyper betinget af, at alle selskabsretlige formaliteter i henhold til selskabsloven skal være tilen-debragt for den pågældende disposition, før der udbetales så meget som én krone. Erhvervsstyrelsen har en anden praksis vedrørende fusioner, hvorefter en fusion, om end den sker i fuld overensstem-melse med fusionsreglerne, desuagtet kan være udtryk for ulovlig selvfinansiering. En afklaring af forholdet vedrørende fusioner som led i en finansieringsplan kunne ønskes. Det antages dog, at den nuværende retstilstand yder en forholdsvis fleksibel mulighed for parterne til at optimere finansie-ringen af en virksomhedsoverdragelse. Mens fusionen ikke fremstår som et sikkert alternativ til lovlig selvfinansiering, kan køberen med ro i sindet anvende enten udbetaling af udbytte, kapital-nedsættelse, køb af egne kapitalandele eller likvidation til at få adgang til målselskabets midler. I praksis har især udlodning af udbytte haft relevans ved de såkaldte LBO'er. Ved en sammenligning af lovlig selvfinansiering med efterfinansiering, synes der da også at være flere argumenter for, at efterfinansiering vil være den fremherskende finansieringsmodel, ikke mindst fordi udbyttebetaling er en langt mere simpel og velafprøvet model end lovlig selvfinansiering.

5. Koncernlån¹⁹⁵

5.1. Indledning

I mange tilfælde ejer kapitalejere ikke personligt deres kapitalandele i et selskab, idet de enten indi-viduelt eller flere sammen har stiftet et holdingselskab¹⁹⁶, som ejer de pågældende kapitalandele¹⁹⁷. Dette åbner op for, at der ved erhvervelsen af et målselskab i selskabsretlig forstand kan opstå et koncernforhold mellem holdingselskabet – det såkaldte moderselskab - og målselskabet som datter-selskab. Ved en koncern forstås et moderselskab, der har bestemmende indflydelse over én eller flere dattervirksomheder, jf. SL § 5, nr. 19 og 21 og §§ 6 og 7. Bestemmende indflydelse defineres ifølge SL § 7, stk. 1 som beføjelsen til at styre datterselskabets økonomiske og driftsmæssige be-slutninger¹⁹⁸, og koncerndefinitionen lægger vægt på, hvem der reelt faktisk har bestemmende ind-flydelse over selskabet¹⁹⁹.

Koncernen er ikke i sig selv en juridisk person men består af flere selvstændige juridiske personer, hver med egen ret og pligt og uden nogen hæftelse for hinanden²⁰⁰. Det er imidlertid karakteristisk

¹⁹³ Mads Ilum og Bjørn Krog Andersen: Akkvisitionsfinansiering ET2007.4, afsnit 8

¹⁹⁴ Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker: Transaktioner i selskaber s. 272

¹⁹⁵ Se mere om koncerner Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen: Den nye selskabslov, s. 59-96, Paul Krüger An-dersen: Aktie- og anpartsselskabsret, s. 535-547 og Erik Werlauff: Selskabsret, s. 615-633. For mere info om koncern-lån, se Henrik Kure: Finansieringsret, s. 394-401 og Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinan-siering, s. 161

¹⁹⁶ Lovgivningen definerer ikke udtrykkeligt begrebet holdingselskab. I nærværende sammenhæng anvendes begrebet om et aktie- eller anpartsselskab, hvis væsentligste aktivitet er at eje kapitalandele i ét eller flere andre selskaber.

¹⁹⁷ Erik Werlauff: Selskabsret, s. 642

¹⁹⁸ Se mere omkring bestemmende indflydelse Noe Munck og Lars Hedegaard Kristensen: Selskabsformerne, s. 235f

¹⁹⁹ Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen: Den nye selskabslov, s. 59

²⁰⁰ Erik Werlauff: Selskabsret, s. 635

for selskaber i en koncern, at de indgår i et økonomisk interessefællesskab, hvor der ofte vil være adgang for et selskab, der indgår i en koncern, til at låne midler fra andre selskaber. Der indtræder herved let en spænding mellem på den ene side *den erhvervsmæssige realitet*, at de sammenknyttede selskaber agerer som en økonomisk enhed, og på den anden side *det juridiske udgangspunkt*, at hver enkelt selskab er ”en verden for sig”²⁰¹. Muligheden for koncernlån i SL § 211, som behandles nedenfor, er netop ifølge *Schans Christensen* et eksempel på, hvorledes retsordenen anerkender, at en koncern udgør en økonomisk enhed²⁰². Koncerninterne lån er effektive værktøjer til likviditetsstyring i koncerner²⁰³. Lovligheden af disse koncerninterne lån afhænger imidlertid af deres forhold til reglerne i SL § 210 om forbud mod kapitalejerlån, se afsnit 5.2, og SL § 206 om forbud mod selvfinansiering, se afsnit 5.3.

5.2. Forbuddet i § 210 mod kapitalejerlån

Et kapitalselskab må som udgangspunkt hverken direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for kapitalejere eller ledelsen i selskabet eller i selskabets moderselskab, jf. SL § 210, stk. 1²⁰⁴ - det såkaldte forbud mod kapitalejerlån. Et selskab kan imidlertid have en række legitime grunde til at yde lån til sit moderselskab²⁰⁵, og SL § 211 indeholder derfor en yderst relevant undtagelse, hvorefter et selskab kan stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for så vidt dette sker til fordel for danske og visse udenlandske moderselskaber²⁰⁶ (koncernlån).

Det bemærkes, at bestemmelsen imidlertid ikke gør det automatisk lovligt at yde lån til et moderselskab. Ledelsen må selvstændigt efterprøve, om lånet er risikomæssigt forsvarligt²⁰⁷, da ledelsen er ansvarlig for at overholde selskabslovens regler, herunder bestemmelserne om forsvarlig formueforvaltning²⁰⁸. Derudover må der udelukkende ydes lån, såfremt dette er i selskabets interesse²⁰⁹. Der er ikke umiddelbart andre betingelser, der begrænser lovlige koncernlån efter SL § 211, hvorfor det er relevant at undersøge, om selvfinansieringsforbuddet udgør en begrænsning for ellers lovlige koncernlån.

5.3. Forhold til selvfinansieringsforbuddet

Det er fast antaget i såvel teori som administrativ praksis, at reglen i § 211 om lovlige koncernlån alene indeholder en undtagelse til låneforbuddet i § 210 og ikke til selvfinansieringsforbuddet i § 206²¹⁰. Forbuddet mod selvfinansiering har således forrang for reglerne om koncernlån²¹¹. Dette er meget rammende udtrykt af *Werlauff* på den måde, at ”selvfinansieringens retsstridighed har forrang for koncernlånets retmæssighed”²¹². Med andre ord vil koncernlån, der som udgangspunkt er lovlige, være ulovlige, hvis de anvendes til at finansiere moderselskabets erhvervelse af kapitalan-

²⁰¹ Noe Munck og Lars Hedegaard Kristensen: Selskabsformerne, s. 234

²⁰² Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 415

²⁰³ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 393

²⁰⁴ Bernhard Gomard og Peer Schaumburg-Müller: Kapitalselskaber, s. 433

²⁰⁵ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 397

²⁰⁶ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 415. Erhvervsstyrelsen har med bkg. nr. 275 af 25. marts 2010 opstillet en *positivliste* over ”godkendte” moderselskabslande, jf. SL § 211, stk. 2

²⁰⁷ Erik Werlauff: Selskabsret s. 322 og Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen: Den nye selskabslov, s. 302

²⁰⁸ Schaumburg-Müller og Werlauff: Selskabsloven med kommentarer, s. 1005

²⁰⁹ Se Henrik Kure: Kautions og sikkerhedsstillelse for koncernselskabers forpligtelser, s. 148 og Thorbjørn Sofsrud: Bestyrelsens beslutning og ansvar, s. 265 for en diskussion omkring, hvad der nærmere ligger i ”selskabets interesse”, herunder om ledelsen kan tage hensyn til koncernens interesse på bekostning af selskabets egen interesse

²¹⁰ Se eksempelvis Martin Christian Kruhl og Søren Høgh Thomsen: Selvfinansiering & fusion, s. 61 og Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 788, 1. spalte

²¹¹ Erik Werlauff: Selskabsret, s. 323

²¹² Erik Werlauff: Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv., s. 383

dele i målselskabet²¹³. Udgangspunktet er derfor, at finansiering af en transaktion gennem koncernlån er i strid med selvfinansieringsforbuddet²¹⁴. Da det imidlertid er indlysende, at den omstændighed, at et moderselskab helt eller delvis har lånefinansieret sin erhvervelse af et datterselskab, ikke for tid og evighed kan afskære moderselskabet fra at benytte sig af retten efter § 211 til lovligt at modtage koncernlån fra sit datterselskab²¹⁵, må de lovlige koncernlån afgrænses over for de koncernlån, der er i strid med selvfinansieringsforbuddet.

Erhvervsstyrelsen har i en udtalelse af 27. juni 1994 taget stilling til en situation, hvor et moderselskab i en koncern havde et tilgodehavende på 75 mio. kr. over for nogle datterselskaber i koncernen. Moderselskabet ønskede at gennemføre en kapitalforhøjelse i datterselskaberne på 250 mio. kr., som skulle lånes i en bank. Datterselskaberne skulle med de modtagne midler fra kapitalforhøjelsen tilbagebetale lånet på 75 mio. kr. til moderselskabet og derudover udlåne de resterende 175 mio. kr. til moderselskabet, således at moderselskabet kunne afdrage på den gæld, der var optaget til finansiering af kapitaludvidelsen i datterselskaberne. Erhvervsstyrelsen udtalte, at uanset at de enkelte elementer af forretningskomplekset isoleret set ikke stred mod selvfinansieringsforbuddet, så måtte *den samlede virkning af fremgangsmåden som helhed* anses for at stride mod selvfinansieringsforbuddet, da datterselskaberne reelt set kom til at finansiere den kapitaludvidelse, moderselskabet ville foretage i datterselskaberne. Styrelsen anlagde herved en helhedsbedømmelse, hvor der blev set på det samlede formål og de kommercielle realiteter²¹⁶. Hvis en overtagelse og et efterfølgende koncernlån således fremstår som en helhed, har målselskabet ifølge *Werlauff* ”stillet midler til rådighed” for sin overtagelse, og lånet er dermed retsstridigt²¹⁷. Der skal følgelig foretages *en helt konkret bedømmelse* af sådanne koncernlån.

Som led i denne konkrete vurdering inddrages en række betingelser, som ifølge Erhvervsstyrelsens praksis²¹⁸ skal være opfyldt, for at et koncernlån, der ydes efter overtagelsen, *ikke* er i strid med forbuddet mod selvfinansiering²¹⁹:

- Midlerne fra lånet må ikke direkte eller indirekte anvendes til at tilbagebetale den gæld, som moderselskabet optog ved erhvervelsen af kapitalandelene i datterselskabet,
- Lånet må ikke have indgået i finansieringsplanerne for overtagelsen af kapitalandelene i datterselskabet, og
- Det er på tidspunktet for lånet forudsætningen, at moderselskabet har både evne og vilje til at tilbagebetale lånet.

Ifølge *Kruhl* og *Sørensen* er der tale om kumulative betingelser²²⁰, hvilket må medføre, at såfremt blot én af betingelserne ikke er opfyldt, vil der foreligge et koncernlån i strid med selvfinansieringsforbuddet. Det er tvivlsomt, om Erhvervsstyrelsen har hjemmel til at opstille sådanne egentlige betingelser for, at et efterfølgende koncernlån ikke skal være udtryk for ulovlig selvfinansiering. *Schaumburg-Müller* og *Werlauff* mener således, at betingelsen om, at koncernlånet ikke må bruges til at indfri et eventuelt lån som moderselskabet har optaget for at finansiere erhvervelsen af datter-

²¹³ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 150 og Bunch, Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 788, 1. spalte og Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 424 og Selskabsloven med kommentarer s. 571

²¹⁴ Mads Ilum og Bjørn Krog Andersen: Akkvisitionsfinansiering ET2007.4, afsnit 3

²¹⁵ Erik Werlauff: Selvfinansieringsforbud contra lex specialis, s. 368

²¹⁶ Søren Skjerve: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 75f

²¹⁷ Erik Werlauff: Selvfinansieringsforbud contra lex specialis, s. 368 og Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv., s. 384

²¹⁸ Se eksempelvis Erhvervsstyrelsens udtalelse af 16. april 2013, hvor styrelsen bekræfter denne administrative praksis

²¹⁹ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 151 og Bunch og Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 762, 2. spalte

²²⁰ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 162

selskabet, ikke har hjemmel i selskabsloven, dens motiver eller dens EU-retlige baggrund²²¹. Det synes derfor mere rigtigt at betragte de anførte ”betingelser” som momenter, der må tillægges betydelig vægt ved den konkrete vurdering, der må udøves i hvert enkelt tilfælde²²². Den tredje betingelse synes allerede at følge af de almindelige regler om forsvarlig formueforvaltning, og denne betingelse har da heller ikke givet anledning til diskussion. De to andre betingelser, hvorefter Erhvervsstyrelsen lægger vægt på den faktiske anvendelse af koncernlånet samt købers hensigt på erhvervestidspunktet, gennemgås i det følgende. Da det endvidere navnlig er blevet diskuteret i den selskabsretlige teori, hvilken betydning man må tillægge den tidsmæssige sammenhæng mellem erhvervelsen og koncernlånet, gennemgås dette nedenfor.

5.3.1. Den tidsmæssige sammenhæng

Spørgsmålet om, hvor hurtigt efter en overtagelse af et datterselskab, datterselskabet må yde moderselskabet et koncernlån uden at dette vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet, har været flittigt diskuteret i den juridiske litteratur²²³.

Før erhvervelsen er forholdet vedrørende koncernlån ukompliceret, eftersom erhververen på dette tidspunkt ikke er moderselskab i forhold til målselskabet. Efter erhvervelsen kan forholdet imidlertid give anledning til tvivl, idet selvfinansieringsforbuddet også gælder efter erhvervelsen i det omfang forbindelseskravet er opfyldt, se afsnit 2.4²²⁴. Ifølge *Skjerbek* må den tidsmæssige sammenhæng mellem erhvervelsen og koncernlånet indgå med betydelig vægt i vurderingen af et koncernlåns lovlighed over for selvfinansieringsforbuddet²²⁵.

Det fremgår imidlertid af Erhvervsstyrelsens praksis, at uanset hvor længe efter erhvervelsen koncernlånet ydes, anser Erhvervsstyrelsen det for ulovlig selvfinansiering, hvis moderselskabet helt eller delvist anvender et i øvrigt lovligt koncernlån fra datterselskabet til moderselskabet til indfrielse af eller til betaling af renter på den gæld, som moderselskabet optog som led i finansieringen af erhvervelsen af kapitalandele i datterselskabet²²⁶. Et eksempel herpå er Erhvervsstyrelsens udtalelse af den 1. februar 2002²²⁷, hvor investeringsselskabet I gennem et til formålet oprettet holdingselskab H, havde overtaget hele aktiekapitalen i selskabet D. Overtagelsestallet blev til dels tilvejebragt ved, at holdingselskabet optog et banklån. Som følge af et oparbejdet overskud var der overskudslikviditet i D, hvorfor det ud fra en likviditetsbetragtning ville være fordelagtigt at overføre likvide midler ved et lån fra D til H og/eller I for at begrænse renteudgifterne. Styrelsen udtalte, at såfremt D ydede lån til H eller I, og midlerne anvendtes helt eller delvis, direkte eller indirekte til at nedbringe eller betale renter på den gæld, som blev optaget i forbindelse med erhvervelsen af aktierne i D, så ville der være tale om en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet. Det var uden betydning, *på hvilket tidspunkt lånet ydedes*. Det væsentlige var i stedet, at lånet anvendtes til finansieringen af erhvervelsen af aktierne i D²²⁸. Som svar på et supplerende spørgsmål vedrørende indtræden i en cash pool ordning, udtalte styrelsen, at det generelt kan oplyses, ”*at tiden fra overtagelsen ikke spiller nogen selvstændig rolle. Det væsentlige er, om midlerne faktisk anvendes til at finansiere overtagelsen*”.

Ifølge Erhvervsstyrelsen er der således, som konkluderet i afsnit 2.4. om forbindelseskravet, principielt ingen tidsbegrænsning på udstrækningen af selvfinansieringsforbuddet i forhold til lovligheden

²²¹ Schaumburg-Müller og Werlauff: Selskabsloven med kommentarer, s. 1006.

²²² Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 163

²²³ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: Fra Boss til leveraged buyouts, s. 59

²²⁴ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 151

²²⁵ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 76

²²⁶ Nils Kjellegaard Jensen: Selskabsretlig Håndbog, s. 196 og s. 224

²²⁷ Se styrelsens udtalelse Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker: Transaktioner i selskaber s. 445-447

²²⁸ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 763, 2. spalte

af koncernlån²²⁹. En række forfattere er imidlertid ikke enige med Erhvervsstyrelsen heri. Således mener *Werlauff*, at muligheden for lovlige koncernlån netop ikke viger for selvfinansieringsforbudet tidsbegrænset²³⁰. Endvidere kan selvfinansieringsforbuddet ifølge *Kruhl og Sørensen* ikke udstrækkes så langt, at enhver, der erhverver kapitalandele i et selskab, til tid og evighed skulle være afskåret fra at modtage et i øvrigt lovligt koncernlån fra selskabet²³¹. *Kjellegaard Jensen* tilføjer, at dette gælder, uanset at låneprovenuet anvendes til nedbringelse af moderselskabets akkvisitions-gæld, og at SL § 211 om koncernlån på et eller tidspunkt igen burde få forrang²³². Enig heri er *Illum* og *Andersen*, der mener, at jo længere tid der går efter en transaktion, jo mere vil regelsættet om lovlige koncernlån ”overskygge” selvfinansieringsforbuddet²³³. Forfatterne er således enige om, at lovlige koncernlån ikke viger for selvfinansieringsforbuddet tidsbegrænset, men der opstilles på den anden side ingen nærmere defineret tidsmæssig grænse. Dette skyldes ifølge *Nyboe Andersen* og *Melander*, at der ikke findes noget entydigt svar på, hvor lang tid efter et moderselskabs overtageelse af et datterselskab, dette datterselskab kan yde et lån til moderselskabet, uden at selskabet herved overtræder SL § 206²³⁴. Der kan således ikke opstilles nogen tidsmæssig definition af, hvor længe moderselskabet skal afholde sig fra at benytte sig af sin lovmæssigt sikrede ret efter § 211 til at kunne modtage lån fra målselskabet²³⁵. *Illum* og *Andersen* anfører da også, at den tidsmæssige grænse ikke er klar, og at såfremt transaktionen og lånet fremstår som en helhed, vil der være en risiko for, at lånet anses for ydet i strid med selvfinansieringsforbuddet, også selvom der måtte være gået relativ lang tid efter transaktionens gennemførelse²³⁶. Ifølge *Kjellegaard Jensen* kan der ikke gives pålidelige tommelfingerregler i form af et bestemt antal dage, uger, måneder, år eller lignende i forhold til at fastslå, hvor længe et koncernlån er mærket af en forudgående erhvervelse²³⁷. Hvis man ser på Erhvervsstyrelsens praksis, har den tidsmæssige sammenhæng mellem erhvervelsen og koncernlånet imidlertid ingen betydning. Erhvervsstyrelsen lægger i stedet vægt på købers hensigt på erhvervelsestidspunktet samt den faktiske anvendelse af lånet.

5.3.2. Hensigten på erhvervelsestidspunktet

Ud over det tidsmæssige aspekt er det navnlig blevet diskuteret i teorien, hvilken betydning man må tillægge den hensigt, køber havde på erhvervelsestidspunktet²³⁸.

Erhvervsstyrelsen er i relation hertil kommet med en udtalelse den 20. oktober 2002, der omhandlede et påtænkt udlån fra datterselskabet D til moderselskabet H, som ejede 100 % af aktiekapitalen i D. Koncernledelsen i H oplyste, at det ved erhvervelsen af aktierne i D ikke var indgået i overvejelserne, at der efter erhvervelsen skulle foretages udlån til moderselskabet. Der var i stedet tale om, at man efterfølgende i forbindelse med en udlodning af en betydelig sum fra moderselskabet som udbytte havde foretaget en undersøgelse af, hvorfra i koncernen midlerne kunne fremskaffes. Da det påtænkte koncernlån ikke indgik i finansieringsplanerne i forbindelse med erhvervelsen af aktierne i D, var parternes vurdering således, at der ikke var tale om et lån omfattet af selvfinansieringsforbuddet.

Erhvervsstyrelsen udtalte, at der næppe i denne konkrete sag ville være tale om en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet, såfremt de i afsnit 5.3. oplyste punkter var opfyldt. Ud over at udlånet

²²⁹ Se afsnit 3.3. om forbindelseskravet ved selvfinansiering

²³⁰ Erik Werlauff: *Selvfinansieringsforbud contra lex specialis*, s. 370

²³¹ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, s. 161

²³² Nils Kjellegaard Jensen: *Selskabsretlig Håndbog*, s. 195

²³³ Mads Illum og Bjørn Krog Andersen: *Akkvisitionsfinansiering ET2007.4*, afsnit 3

²³⁴ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: *Fra Boss til leveraged buyouts*, s. 39

²³⁵ Erik Werlauff: *Selvfinansieringsforbud contra lex specialis*, s. 368

²³⁶ Mads Illum og Bjørn Krog Andersen: *Akkvisitionsfinansiering ET2007.4*, afsnit 3

²³⁷ Nils Kjellegaard Jensen: *Selskabsretlig Håndbog*, s. 196

²³⁸ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, s. 163

ikke måtte have indgået i finansieringsplanerne for overtagelsen af aktierne i D, måtte midlerne fra lånet ej heller anvendes til at tilbagebetale den gæld, som moderselskabet optog ved erhvervelsen af kapitalandelene i datterselskabet D²³⁹. Kun såfremt udlånet ikke faktisk blev brugt til at tilbagebetale H's gæld, ville det således være lovligt.

Det, at udlånet ikke indgår i finansieringsplanerne, er således ikke alene tilstrækkeligt til at hindre, at et koncernlån er i strid med selvfinansieringsforbuddet. Det er yderligere en betingelse, at udlånet ikke de facto anvendes til at tilbagebetale akkvisitionsgælden. Da betingelserne er kumulative, er et koncernlån således kun lovligt, såfremt begge betingelser er opfyldt. Dette betyder omvendt, at hvis blot én af betingelserne ikke er opfyldt, vil koncernlånet ifølge Erhvervsstyrelsens praksis være i strid med selvfinansieringsforbuddet. Hvis midlerne således rent faktisk bruges til at tilbagebetale akkvisitionsgælden, er det ligegyldigt, om udlånet indgik i finansieringsplanerne eller ej. Omvendt må hensigten have selvstændig betydning i det tilfælde, hvor udlånet ikke benyttes til at afdrage på akkvisitionsgælden.

Erhvervsstyrelsen har således i en udtalelse fra august 2008 tilkendegivet, at et koncernlån ikke må være en forudsætning for at finansiere den videre drift i moderselskabet efter en erhvervelse af et datterselskab, hvorfor moderselskabet selv skal have det fornødne kapitalberedskab til fortsat drift. Det må således ikke ved erhvervelsen af et datterselskab være en del af finansieringsplanerne at yde et efterfølgende koncernlån, hvis dette er en forudsætning for, at moderselskabet kan fortsætte driften. Det følger heraf, at moderselskabet i praksis ikke ved erhvervelsen må "sætte sig for hårdt", da moderselskabet skal kunne fortsætte driften selv på trods af låneoptagelsen i forbindelse med erhvervelsen af et datterselskab. Det er uforsvarligt, hvis moderselskabet har optaget så stor gæld, at moderselskabet ikke selv kan fortsætte driften, og er dette tilfældet må det anses for at være i strid med selvfinansieringsforbuddet. Finansieringen af køberselskabets erhvervelse af målselskabet skal derfor grundlæggende være "selvbærende" således, at der kan præsteres de af banken forlangte sikkerheder, uden at der opnås lån, sikkerhedsstillelse eller i øvrigt stilles midler til rådighed fra målselskabet²⁴⁰.

En række forfattere synes imidlertid ikke at have den samme fortolkning som Erhvervsstyrelsen, idet de tillægger hensigten betydning, også i de tilfælde hvor udlånet rent faktisk anvendes til at tilbagebetale akkvisitionsgæld. Således konkluderer *Skjerbek*, at det må være udgangspunktet, at et efterfølgende koncernlån ikke strider mod selvfinansieringsforbuddet, hvis ikke der er påvist den ved erhvervelsen fornødne subjektive hensigt om ydelse af finansiel støtte²⁴¹. Også *Lund-Andersen* påpeger, at det må anses for tvivlsomt, om der er den fornødne forbindelse mellem erhvervelsen og en efterfølgende økonomisk bistand, der ikke har været en del af finansieringsplanen for erhvervelsen, og som er begrundet i kommercielle hensyn ud fra udviklingen i målselskabets virksomhed efter overtagelsen²⁴². *Werlauff* sonderer ligeledes mellem lovlige koncernlån, der ikke er planlagt på forhånd ved overtagelse af et selskab, og ulovlige tilfælde, hvor et ydet lån indgår som en del af en helhed i forbindelse med overtagelse²⁴³. Disse forfatter antyder således, at et lån, der faktisk anvendes til at tilbagebetale akkvisitionsgælden, kun er i strid med selvfinansieringsforbuddet, såfremt lånet også var forudsat som en del af finansieringsplanen ved erhvervelsen af datterselskabet. Dette gør det særdeles vanskeligt at skelne det lovlige koncernlån fra det ulovlige, og der må ifølge *Werlauff, Larsen og Larsen* i tvivlstilfælde finde en helt konkret bedømmelse sted²⁴⁴.

²³⁹ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 762, 1. spalte

²⁴⁰ Erik Werlauff: Selvfinansieringsforbud contra lex specialis, s. 368

²⁴¹ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 76

²⁴² Henrik Kure: Finansieringsret, s. 151f

²⁴³ Erik Werlauff: Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv., s. 383

²⁴⁴ Werlauff, Larsen og Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb, s. 61

Som ovenfor nævnt anlægger Erhvervsstyrelsen ikke denne sondring, da de finder, det er afgørende, om lånet fra datterselskabet faktisk anvendes til at tilbagebetale akkvisitionsgælden. Det ændrer ikke på styrelsens vurdering, at det i forbindelse med overtagelsen af datterselskabet ikke har været forudsat, at der efterfølgende skulle ske en refinansiering af den pågældende gæld via et koncernlån fra datterselskabet²⁴⁵.

5.3.3. Den faktiske anvendelse af koncernlånet

Som det fremgår af ovenstående gennemgang, er et efterfølgende i øvrigt lovligt koncernlån fra det tilkøbte selskab til det nye moderselskab i henhold til Erhvervsstyrelsens praksis i strid med selvfinansieringsforbuddet, såfremt de lånte midler direkte eller indirekte faktisk anvendes til at tilbagebetale købsfinansieringen²⁴⁶. Tidspunktet for ydelsen af lånet samt hensigten med lånet har således ingen betydning, såfremt udlånet faktisk anvendes til at betale af på akkvisitionsgælden.

Det fremgår eksempelvis af udtalelsen fra 1. februar 2002, at det er uden betydning, på hvilket tidspunkt lånet ydes, idet det væsentlige er, om midlerne faktisk anvendes til at finansiere overtagelsen²⁴⁷, ligesom Erhvervsstyrelsen i den tidligere nævnte sag fra august 2008 forudsatte, at moderselskabet kunne dokumentere, at lånet ikke anvendtes til afdrag eller betaling af renter på den gæld, som blev optaget i forbindelse med købet af kapitalandelene i det tilkøbte datterselskab²⁴⁸.

Som det ses af ovenstående gennemgang, er denne praksis mødt af kritik fra en række forfattere, der mener, at der endvidere skal tages hensyn til den tidsmæssige sammenhæng mellem erhvervelsen og udlånet samt købers hensigt på erhvervelsestidspunktet. Omvendt konkluderer *Kruhl og Sørensen*, at selv om det tidsmæssige aspekt og den hensigt, køber havde på erhvervelsestidspunktet, er momenter, der bør indgå i den samlede vurdering af lånets lovlighed, vil de sjældent kunne tillægges afgørende betydning ved siden af det, der som det klare udgangspunkt må være afgørende, nemlig om lånet de facto anvendes til at betale renter og afdrag på den gæld, der blev optaget ved køb af kapitalandelene²⁴⁹.

Spørgsmålet om, hvorvidt et som udgangspunkt lovligt koncernlån desuagtet vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet, afhænger efter Erhvervsstyrelsens praksis som omtalt udelukkende af, hvad moderselskabet efterfølgende benytter midlerne fra lånet til. Det centrale i denne henseende er ikke, hvad der har været forudsat ved erhvervelsen af kapitalandelene, hvor lang tid der er gået efter erhvervelsen eller om moderselskabet kunne have finansieret erhvervelsen også uden brug af moderselskabslånet. Det centrale ifølge Erhvervsstyrelsens administrative praksis er, om lånet de facto er anvendt til betaling af akkvisitionsfinansieringen eller ej²⁵⁰. Der er således tale om en restriktiv fortolkning, der gør det væsentligt i praksis at kunne afgrænse akkvisitionsgælden over for anden gæld, idet selvfinansieringsforbuddet alene gælder i relation til akkvisitionsgæld.

5.4. Identifikation af akkvisitionsgæld

I det omgang akkvisitionsgælden kan udskilles fra anden koncerngæld, kan målselskabet godt stille sikkerhed for eller yde lån til betaling af sådan anden gæld, da selvfinansieringsforbuddet alene

²⁴⁵ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 762, 2. spalte

²⁴⁶ Jan-Christian Nilsen og Henrik Steffensen: Køb af virksomheder og koncerninternt udbytte

²⁴⁷ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 764, 1. spalte

²⁴⁸ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 762, 2. spalte

²⁴⁹ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 163

²⁵⁰ Martin Christian Kruhl og Søren Høgh Thomsen: Selvfinansiering & fusion, s. 61

gælder i relation til akkvisitionsgælden²⁵¹. Målselskabet må således godt stille sikkerhed i dets aktiver for eksempelvis *driftslån* men ikke for *akkvisitionslån*²⁵².

For at sikre at midlerne fra koncernlånet ikke anvendes til at tilbagebetale akkvisitionslånet, er det som hovedregel en forudsætning, at der i praksis kan ske adskillelse af akkvisitionsgæld og anden gæld, da det som nævnt af *Kure* ellers ikke er muligt at ”skille det varme vand fra det kolde”²⁵³. I praksis kan der imidlertid opstå vanskeligheder, hvis der er gået en årrække siden erhvervelsen. Dette gælder især, såfremt akkvisitionsgælden er blevet refinansieret flere gange, og der efterfølgende er sket en sammenblanding af eksempelvis akkvisitionsgæld og driftsgæld²⁵⁴. Det er således uafklaret, hvorledes selvfinansieringsforbuddet forholder sig til akkvisitionsgæld, der er blevet sammenblandet med anden gæld. Opmærksomheden skal i denne forbindelse henledes på Erhvervsstyrelsens udtalelse af 16. april 2013 om et moderselskabs sammenblanding af driftsgæld og akkvisitionsgæld. Her konkluderede styrelsen, at sammenblandingen af de to gældstyper ikke medførte, at det ikke var muligt at foretage lovlige moderselskabslån. Ledelsen vil dog i sådanne tilfælde være ansvarlig og skal kunne dokumentere, at det alene er driftsgælden, der betjenes ved transaktionen, mens akkvisitionsgælden er uberørt heraf²⁵⁵. Kan ledelsen godtgøre, hvor stor en del af den refinansierede gæld, der er udtryk for oprindelig akkvisitionsgæld, må det ud fra en formålsfortolkning af bestemmelsen i § 206, stk. 1 ifølge *Kure* være afgørende, at der ikke ydes moderselskabet lån for et beløb større end den del, som svarer til anden gæld end akkvisitionsgæld²⁵⁶. I et sådant tilfælde må det således først vurderes, om der indirekte er akkvisitionsgæld i den gæld, som moderselskabet ved hjælp af koncernlånet ønsker at tilbagebetale, og dernæst hvor stor en del af gælden, der er akkvisitionsgæld²⁵⁷.

5.5. Sammenfatning

Da der er enighed om, at selvfinansieringsforbuddet har forrang for reglerne om koncernlån, er det afgørende at kunne afgrænse de lovlige koncernlån over for de koncernlån, der strider mod selvfinansieringsforbuddet. Bedømmelsen heraf skal ske ved en konkret vurdering, hvor Erhvervsstyrelsen har opstillet en række betingelser, der skal være opfyldt, for at koncernlånet ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet. I praksis har det imidlertid vist sig, at der er en gråzone mellem udlån til ulovlig selvfinansiering henholdsvis lovlige moderselskabsudlån²⁵⁸.

Den juridiske litteratur tillægger den tidsmæssige sammenhæng mellem erhvervelsen og koncernlånet betydning således, at reglerne om koncernlån med tiden må få forrang for selvfinansieringsforbuddet. Endvidere er flere forfattere fortalere for, at købers hensigt på erhvervelsestidspunktet har betydning således, at et koncernlån ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet, hvis det ikke indgik i finansieringsplanerne for erhvervelsen af selskabet.

Erhvervsstyrelsen har imidlertid udtalt, at tidspunktet for ydelsen af koncernlånet samt købers hensigt på erhvervelsestidspunktet er uden betydning, da det afgørende er, om midlerne fra koncernlånet faktisk anvendes til at finansiere overtagelsen. Denne fortolkning stemmer godt overens med den formålsfortolkning, der benyttes til vurdering af selvfinansieringsforbuddet, hvor der ses på, om der rent faktisk er foretaget selvfinansiering. Da det kan være svært at bevise noget om købers hensigt på erhvervelsestidspunktet, og da der ikke er nogen fast tidsmæssig udstrækning af forbuddet,

²⁵¹ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 121

²⁵² Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 167

²⁵³ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 151

²⁵⁴ Teis Wormslev: Selvfinansiering og bestyrelsesansvar i praksis, s. 14

²⁵⁵ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 815, 2. spalte

²⁵⁶ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 152

²⁵⁷ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 152

²⁵⁸ Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker: Transaktioner i selskaber s. 441

er det således hensigtsmæssigt at afgrænse lovlige koncernlån over for ulovlige koncernlån ved at se på, hvad midlerne faktisk er anvendt til. Dette kan fremstå som en streng praksis, men der skal dog gøres opmærksom på, at selvfinansieringsforbuddet kun vedrører akkvisitionsgælden. Datterselskabet kan således godt yde lån til anden koncerngæld, hvorfor det i praksis kan have betydning at kunne identificere akkvisitionsgælden, så ledelsen kan dokumentere, at midlerne fra koncernlånet ikke anvendes til afbetaling på denne gæld.

Midler fra et koncernlån kan således ikke direkte anvendes til at finansiere erhvervelsen af et selskab. De kan derimod anvendes til likviditetsstyring i koncernen, så længe det ikke bevirker, at moderselskabet anvender datterselskabets midler til betaling af akkvisitionsgælden. Da dette kan være svært at godtgøre i praksis, må det antages, at koncernlån efter en erhvervelse af et selskab er en del mere risikabelt end efterfinansiering ved eksempelvis udbytte.

6. Cash pool-ordning

6.1. Indledning

Da hvert enkelt kapitalselskab i en koncern er en selvstændig juridisk person, har selskaberne normalt egne bankkonti. Fra en koncernbetragtning er det imidlertid uhensigtsmæssigt, at de selskaber, der har optaget kreditter, skal betale kreditrenter, mens andre selskaber, der har positive indeståender, må nøjes med lavere debetrenter. Koncernen kan derfor have interesse i at udnytte den overskudslikviditet, der måtte være i nogle selskaber, i andre selskaber²⁵⁹, så overskudslikviditeten kan forrentes bedst muligt²⁶⁰. Dette kan ske ”manuelt” fra gang til gang ved hjælp af koncernlån som gennemgået ovenfor eller mere automatisk ved at etablere en *cash pool*-ordning mellem koncernselskaberne²⁶¹. Der vil således ofte være en god forretningsmæssig begrundelse i at etablere en cash pool-ordning, idet koncernen på denne måde kan optimere udnyttelsen af de likvide midler i koncernen²⁶².

Der findes generelt mange forskellige former for cash pooling, men de tre mest karakteristiske metoder er Zero Balance Pooling (egentlig pooling), Notional Pooling (imaginær pooling) og Single Legal Account. Metoderne adskiller sig med hensyn til, hvorvidt der opstår interne lån mellem deltagerne²⁶³. Ved Zero Balancing og Single Legal Account sker der en faktisk likviditetsudligning mellem selskaberne, hvilket forudsætter en faktisk overførsel af midler mellem de koncernforbundne selskaber. Ved Notional Pooling anvendes en rentekompensationsmodel (”interest netting”), hvor de enkelte konti bliver fiktivt udlignet, og der sker således ikke udlån mellem deltagerne²⁶⁴. Ved etablering af cash pool-ordninger må det haves for øje, at der ikke findes specifik lovregulering af cash pools, da disse efter Moderniseringsudvalgets opfattelse ikke egnede sig til lovregulering²⁶⁵. Ordningerne må derfor blot konstrueres på en sådan måde, at de iagttager de almindelige selskabsretlige krav²⁶⁶. Nærværende afsnit skal ikke fokusere på de forskellige former for cash pooling²⁶⁷,

²⁵⁹ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 401

²⁶⁰ Jan Schans Christensen: Kapitalselskaber, s. 417 og Jan Schans Christensen: Selskabsloven med kommentarer s. 573

²⁶¹ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 401f

²⁶² Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 77

²⁶³ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: Cash Pooling i selskabsretlig belysning, s. 451f.

²⁶⁴ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 77 og Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: Cash Pooling i selskabsretlig belysning, s. 452

²⁶⁵ Jf. Moderniseringsbetænkningen s. 509f

²⁶⁶ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 403

²⁶⁷ For en nærmere beskrivelse af metoderne se bl.a. Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: Cash Pooling i selskabsretlig belysning, s. 452

men i stedet på de problemer, der kan opstå i forhold til selvfinansieringsforbuddet²⁶⁸. Først omtales kort cash pool-ordningers lovlighed i forhold til forbuddet mod kapitalejrlån i SL § 210.

6.2. Forbuddet i § 210 mod kapitalejrlån

Efter lovbemærkningerne til § 211²⁶⁹ er cash pool-ordninger som udgangspunkt omfattet af reglerne om økonomisk bistand i selskabsloven, hvis en kapitalejer også deltager i ordningen, og der ydes økonomisk bistand mellem selskaberne, bl.a. ved at selskaberne hæfter for hinandens forpligtelser²⁷⁰. Hvis de deltagende selskaber er omfattet af reglerne om koncernlån, vil ordningen normalt være undtaget for forbuddet via undtagelsesbestemmelsen i § 211²⁷¹, hvorfor problemstillingen primært er aktuel i det tilfælde, hvor målselskabet som led i cash pool-ordningen overfører midler til en kapitalejer, der ikke er moderselskab i lovens forstand²⁷². I dette tilfælde foretager Erhvervsstyrelsen en konkret vurdering af cash pool-ordningen med henblik på at afgøre, om der er tale om sædvanlige forretningsmæssige dispositioner, og om selskabets risiko ved at indgå i ordningen forekommer rimelig i forhold til den gevinst, som selskabet samtidig opnår herved²⁷³. En betingelse for, at der er tale om en sædvanlig forretningsmæssig disposition, må være, at ordningen bygger på (aner)kendte principper, og at ordningen er forretningsmæssig begrundet²⁷⁴. Det bemærkes, at styrelsens vurdering af cash pool-ordninger har været skiftende gennem tiden. I ældre praksis ansås ordningerne for at være sædvanlige forretningsmæssige dispositioner, som derfor faldt uden for anvendelsesområdet for forbuddet mod kapitalejrlån. Selskabstømmersagerne fra midten af 1990'erne førte dog til en skærpelse af styrelsens praksis, hvorefter cash pool-ordningerne blev anset for forbudte. I sin nuværende praksis anerkender Erhvervsstyrelsen atter, at cash pool-ordninger kan være sædvanlige og forretningsmæssigt begrundet²⁷⁵.

Cash pool-ordninger vil således i praksis ofte være lovlige efter enten SL § 211 om moderselskabslån eller SL § 212 om sædvanlige forretningsmæssige dispositioner, men dette er ikke ensbetydende med, at ordningerne ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet, idet SL §§ 211-212 alene er undtagelser til SL § 210, stk. 1 og ikke til selvfinansieringsforbuddet i SL § 206, stk. 1²⁷⁶.

6.3. Forhold til selvfinansieringsforbuddet

Overordnet set kan de særskilte problemstillinger i forbindelse med et målskabs deltagelse i en cash pool-ordning i forhold til selvfinansieringsforbuddet opstå på to måder, dels ved at der sker erhvervelse af kapitalandele i et målselskab, i hvilket køberselskabet ikke i forvejen besad kapitalandele, dels ved at der sker en yderligere erhvervelse af kapitalandele i et selskab, i hvilket køberselskabet i forvejen besad aktier. Det er således problematisk, såfremt et målselskab enten før en yderligere erhvervelse af kapitalandele i målselskabet eller efter en erhvervelse af kapitalandele i

²⁶⁸ Søren Skjerve: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 77

²⁶⁹ Jf. bemærkningerne til § 211 i lovforslag L 170 af 25. marts 2009

²⁷⁰ Jf. ligeledes Moderniseringsbetænkningen s. 509f

²⁷¹ Lars Bunch og Ida Rosenberg: *Selskabsloven med kommentarer*, s. 805, 1. spalte

²⁷² Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker: *Transaktioner i selskaber* s. 352. Se nærmere om definitionen af et moderselskab, Jan Schans Christensen: *Kapitalselskaber*, s. 412. Det bemærkes, at fysiske personer ikke kan deltage i en cash pool ordning med kapitalselskaber.

²⁷³ Jf. bemærkningerne til lov nr. 470 af 12. juni 2009, der opfordrer til at videreføre Erhvervsstyrelsens administrative praksis. Se ligeledes Schaumburg-Müller og Werlauff: *Selskabsloven med kommentarer*, s. 1006 og Jan Schans Christensen: *Forslag til ny lov*, s. 30f

²⁷⁴ Jan Schans Christensen: *Kapitalselskaber*, s. 417.

²⁷⁵ Henrik Kure: *Finansieringsret*, s. 404. Jf. også Erhvervs- og selskabsstyrelsens notat: *Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber*, foråret 2002, s. 43ff

²⁷⁶ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, s. 164 og Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker: *Transaktioner i selskaber* s. 332

målselskabet indgår i en cash pool-ordning i den erhvervende koncern²⁷⁷. Dette skyldes, at køberselskabet igennem målselskabets deltagelse i cash pool-ordningen vil kunne benytte målselskabets midler til at afdrage på lån eller stille sikkerhed for finansieringen af overtagelsen²⁷⁸.

Der synes at være enighed i teorien om, at køberselskabet ikke må bruge målselskabets indtræden i en cash pool-ordning til at finansiere det træk på cash poolen, som køberselskabet finansierede overtagelsen med²⁷⁹. Således udtaler *Kure*, at målselskabets deltagelse i cash pool-ordningen ikke direkte er et problem i forhold til selvfinansieringsforbuddet, men det bør sikres, at målselskabets ”indestående” i ordningen ikke anvendes af køberselskabet til at afdrage på akquisitionsgælden²⁸⁰.

Omvendt er der imidlertid enighed om, at selvfinansieringsforbuddet ikke skal udstrækkes for vidt, således at et målselskab efter en erhvervelse er afskåret fra at indtræde i en cash pool i den erhvervende koncern, alene fordi der er sket en erhvervelse af målselskabet²⁸¹, eller således at de lån og sikkerhedsstillelser, der sker i forbindelse med oprettelsen og driften af en cash pool-ordning, senere skulle forhindre yderligere aktieerhvervelse i målselskabet²⁸². Det synes således for vidtgående at udstrække selvfinansieringsforbuddet til generelt at forhindre sådanne ellers forretningsmæssigt set hensigtsmæssige cash pool konstruktioner²⁸³.

Som gennemgået i afsnittet om koncernlån er det afgørende for, om selvfinansieringsforbuddet er overtrådt, om målselskabets midler de facto anvendes til at finansiere sin egen erhvervelse. I praksis kan dette imidlertid give anledning til vanskelige bevisspørgsmål i forbindelse med cash pool-ordninger, da det ikke nødvendigvis kan dokumenteres, ”hvilke penge” i ordningen, der stammer fra målselskabet, jf. den tilsvarende overvejelse om sammenblanding i forhold til koncernlån, afsnit 5.4²⁸⁴. Problemet i forhold til cash pool-ordninger er således, at de løbende transaktioner i forbindelse med cash pool-ordningen blander selskabernes midler sammen og gør det svært at afgøre, om målselskabets midler de facto er anvendt til erhvervelsen. Det er således op til koncernen, at sørge for at kunne dokumentere, at de forskellige transaktioner, der ligger til grund for cash pool-ordningen, ikke er brugt som finansieringskilde for et køberselskab til køb af kapitalandele i målselskabet²⁸⁵. *Skjerbek* er enig heri og tilføjer, at deltagelse i en cash pool-ordning i umiddelbar forbindelse med en erhvervelse må kræve, at køberselskabet kan sandsynliggøre, at cash pool-ordningen ikke bidrager til finansieringen af erhvervelsen²⁸⁶. Dette kan udtrykkes på den måde, at der ikke må være en sammenhæng mellem finansieringen af overtagelsen og deltagelsen i cash pool-ordningen.

6.3.1. Sammenhæng mellem finansieringen af overtagelsen og deltagelse i en cash pool-ordning

Da målselskabets midler flyder ind i cash pool-ordningens samlede beholdning af likvider, er det svært at adskille køberselskabets og målselskabets midler fra hinanden, hvilket ifølge *Andersen* og *Melander* kan skabe en formodning om, at målselskabets midler også indgår i finansieringen²⁸⁷. Også *Jacobsen* og *Schmidt* gør gældende, at lån og sikkerhedsstillelse igennem en cash pool-

²⁷⁷ Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 80

²⁷⁸ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: *Fra Boss til leveraged buyouts*, s. 62 og Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 78

²⁷⁹ Se eksempelvis Søren Friis Hansen og Karsten Engsig Sørensen: *Reform af selvfinansieringsforbuddet*, s. 368 og Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 78 og 82

²⁸⁰ Henrik Kure: *Finansieringsret*, s. 153

²⁸¹ Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 78

²⁸² Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: *Cash Pooling i selskabsretlig belysning*, s. 458

²⁸³ Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 78

²⁸⁴ Henrik Kure: *Finansieringsret*, s. 153

²⁸⁵ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: *Cash Pooling i selskabsretlig belysning*, s. 458

²⁸⁶ Søren Skjerbek: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, s. 81

²⁸⁷ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: *Fra Boss til leveraged buyouts*, s. 62

ordning i forbindelse med erhvervelse af kapitalandele i et selskab, der benytter cash pool-ordningen, må formodes at stride i mod selvfinansieringsforbuddet, da likviditetsstrømmene mellem cash pool deltagerne er besværlige at adskille fra de midler, der er brugt til erhvervelsen af kapitalandele²⁸⁸. En række forfattere opstiller således en formodningsregel, hvorefter der er en formodning for, at der sker ulovlig selvfinansiering, såfremt et målselskab indgår i en cash pool-ordning med et selskab, der har erhvervet kapitalandele i målselskabet.

Heroverfor gør *Kruhl* og *Sørensen* imidlertid gældende, at det må fastholdes, at der skal være én eller anden form for sammenhæng mellem lånet fra målselskabet og betalingen på akkvisitionsgælden, og at der – selv om man ikke kan ”skille det varme vand fra det kolde” – kan foreligge tilfælde, hvor der ikke kan påvises nogen som helst forbindelse, andet end at der anvendes den samme konto. I sådanne tilfælde vil der næppe foreligge ulovlig selvfinansiering²⁸⁹. Erhvervsstyrelsen synes ved deres udtalelse af 15. marts 2011 omkring deltagelsen i en cash pool-ordning at være enig heri. I den konkrete sag ønskede moderselskabet M at etablere et cash pool arrangement med en række datterselskaber, herunder datterselskabet D, som var blevet opkøbt af M ved finansiering over M’s løbende kreditter. Henset til at købesummen for M’s køb af D var finansieret over M’s løbende kreditter, var spørgsmålet, hvorvidt det var udtryk for ulovlig selvfinansiering, at D tilsluttedes et cash pool arrangement med M, hvorigennem D overførte likviditet til M’s løbende kreditter²⁹⁰.

Erhvervsstyrelsen udtalte, at et selskabs deltagelse i cash pool med en modervirksomhed, hvor modervirksomheden forinden har erhvervet datterselskabet ved træk på cash poolen, som udgangspunkt vil blive betragtet som en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet. Dette skyldes, at datterselskabets likvider overføres til købers bank, og at der ofte er en fælles hæftelse for deltagerne for koncernens samlede træk på cash poolen. Styrelsen udtalte dog herefter, at hvert enkelt tilfælde skal vurderes konkret og at, ”*hvis der ikke er sammenhæng mellem finansieringen af overtagelsen og deltagelsen i cash poolen, vil deltagelsen ikke være i strid med selvfinansieringsforbuddet*” (mine fremhævelser). Dette fordrer, at det kan dokumenteres, at deltagelsen ikke indgik i den købende virksomheds **finansieringsplaner for købet**, og at deltagelsen heller ikke var **nødvendig for at opnå den fornødne finansiering**. Da D kun udgjorde en lille del af den samlede koncern, da købesummen var begrænset set i forhold til modervirksomhedens og koncernens balance samt indtjening, da D havde begrænsede likvide midler, som kunne tilføres koncernens cash pool, og da det forudsattes, at M kunne betale renter og afdrag på akkvisitionslånet uden at få bidrag fra D, vurderede styrelsen i den konkrete sag, at det næppe var en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet, hvis D indgik i den påtænkte cash pool-ordning²⁹¹.

Da det sjældent i forbindelse med en cash pool er muligt at afgøre, om målselskabets midler de facto er anvendt til at finansiere erhvervelsen, skal der i henhold til Erhvervsstyrelsen ved vurderingen af et målselskabs mulighed for at tiltræde en cash pool ordning lægges vægt på sammenhængen mellem finansieringen af overtagelsen og deltagelsen i cash poolen. For at undgå en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet skal køberselskabet således dokumentere, at deltagelsen ikke indgik i det købende selskabs finansieringsplaner, samt at deltagelsen ikke var nødvendig for at opnå den fornødne finansiering.

Der synes at være enighed med Erhvervsstyrelsen i den juridiske litteratur. Således udtrykker *Kure*, at det må være tilstrækkeligt at dokumentere, at køberselskabet ville have været i stand til at foretage afdrag på akkvisitionsgælden, selv hvis målselskabets midler på afdragstidspunktet ikke havde

²⁸⁸ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: Cash Pooling i selskabsretlig belysning, s. 458

²⁸⁹ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 165

²⁹⁰ Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker: Transaktioner i selskaber s. 368f

²⁹¹ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 823, 2. spalte og Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker: Transaktioner i selskaber s. 371f

indgået i cash pool-ordningen²⁹². Ligeledes gør *Skjerbek* gældende, at det vil være hensigtsmæssigt, hvis køberselskabet kan dokumentere, at det kunne have finansieret erhvervelsen af målselskabet uden cash pool-ordningen, og at cash-pool ordningen ikke har været medvirkende til finansieringen af erhvervelsen²⁹³. Det modsatte kunne da også i yderste konsekvens betyde, at et datterselskab der deler koncernkonto med et moderselskab, kan blive nødt til at træde ud af denne, såfremt moderselskabet ønsker at købe yderligere aktier i datterselskabet. Især i tilfælde hvor moderselskabets andel af den likvide beholdning i den givne cash pool-ordning er betydelig, synes dette ikke ganske rimeligt. Det må således ifølge *Andersen og Melander* antages, at tilfælde, hvor moderselskabet rådet over så store midler i forhold til kapitalandelens købssum, at det er åbenbart, at datterselskabets midler ikke på nogen måde er nødvendige som finansiel support, ikke strider mod SL § 206²⁹⁴. Dette stemmer overens med Erhvervsstyrelsens ovennævnte udtalelse, hvor styrelsen lagde vægt på købesummens begrænsede størrelse i forhold til modervirksomhedens og koncernens balance og indtjening. Det gælder således formentlig, at en cash pool-ordning ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet, såfremt det kan sandsynliggøres, at målselskabets midler på ingen måde har været nødvendige til finansieringen af erhvervelsen af kapitalandele i målselskabet.

Visse forfattere tillægger, ligesom ved koncernlån, den tidsmæssige sammenhæng mellem erhvervelsen og indtrædelsen i cash pool-ordningen betydning. Således anfører *Skjerbek*, at det forhold, at der er forløbet en tidsperiode inden et målselskabs indtræden i en cash pool-ordning, alt andet lige taler for, at målselskabet ikke ved sin indtræden yder lån for sin egen erhvervelse²⁹⁵. Ligeledes anfører *Jacobsen og Schmidt*, at den tidsmæssige udstrækning mellem aktieerhvervelsen og overførslen af midler har en betydning, således at jo længere tid der går, desto større krav til begrebet ”i forbindelse med” i § 206, stk. 1 må der antages at gælde, før forbuddet gælder²⁹⁶. Der henvises i det hele til afsnit 2.4. om forbindelseskravet og afsnit 5.3.1 om den tidsmæssige sammenhæng ved koncernlån, hvoraf det fremgår, at der efter Erhvervsstyrelsens opfattelse principielt ingen tidsbegrænsning er på selvfinansieringsforbuddet. Således udtalte Erhvervsstyrelsen den 1. februar 2002 vedrørende et supplerende spørgsmål om et erhvervet selskabs indtræden i en cash pool-ordning, at det generelt kan oplyses, at tiden fra overtagelsen ikke spiller nogen selvstændig rolle²⁹⁷.

6.3.2. Cash pool formens betydning

Visse forfattere mener, at cash poolens form har betydning for ordningens overensstemmelse med selvfinansieringsforbuddet. Således anfører *Kruhl og Sørensen*, at ordningens lovlighed i forhold til selvfinansieringsforbuddet blandt andet afhænger af, hvilken type ordning der anvendes²⁹⁸. Ydes der ikke nogen lån i koncernen, men derimod alene ”interest netting”, hvor pengeinstituttet foretager en beregningsmæssig (fiktiv) sammenregning af samtlige koncernkonti med henblik på at fastsætte koncernens nettosaldi til brug for renteberegning, vil dette efter Erhvervsstyrelsens praksis ikke være i strid med SL § 210, stk. 1, hvorfor det som udgangspunkt heller ikke vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet i SL § 206, stk. 1²⁹⁹. *Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker* anser endda ikke sådanne ordninger, der alene omfatter en rentesats beregnet ud fra den samlede saldo for koncernen, for at være en cash pool-ordning men derimod alene en særlig metode for selskaberne til

²⁹² Henrik Kure: Finansieringsret, s. 153

²⁹³ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 81

²⁹⁴ Anders Nyboe Andersen og Morten Melander: Fra Boss til leveraged buyouts, s. 63

²⁹⁵ Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 80

²⁹⁶ Søren Vandsø Jacobsen og Christian Lindekilde Schmidt: Cash Pooling i selskabsretlig belysning, s. 458

²⁹⁷ Lars Bunch og Ida Rosenberg: Selskabsloven med kommentarer, s. 764, 1. spalte

²⁹⁸ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 164

²⁹⁹ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 165f

at få minimeret den samlede rentebetaling. De forudsætter dog, at der sker afregning af renter mellem selskaberne, da der i modsat fald vil ske overførsel af ressourcer fra selskaber med positiv likviditet til selskaber, der har et likviditetsbehov³⁰⁰.

Modsat gør *Kure* gældende, at en sådan "uegentlig" cash pool-ordning efter omstændighederne kan give anledning til overvejelser i forhold til selvfinansieringsforbuddet. Foretager banken således rentenetting mellem den konto, hvor akkvisitionsgælden er hævet, og målselskabets konti, og har målselskabet store likvide indeståender, er der i realiteten tale om, at målselskabet via dets likviditet "sparer" køberselskabet for renteudgifter på akkvisitionsgælden³⁰¹. *Skjerbek* anfører således – formentlig korrekt – at det ved vurderingen af en cash pool-ordnings lovmæssighed i forhold til selvfinansieringsforbuddet ikke er afgørende, hvilken af modellerne et selskab konkret anvender, da substansen i de forskellige cash pool-ordninger på dette område er sammenfaldende – nemlig at der via cash pool-ordningerne faciliteres en kreditordning mellem selskaberne i koncernen³⁰².

6.4. Sammenfatning

Som nævnt vil der ofte være en god forretningsmæssig begrundelse i at etablere en cash pool-ordning, idet koncernen på denne måde kan optimere udnyttelsen af de likvide midler i koncernen. En cash pool-ordning er i medfør af SL §§ 211-212 oftest undtaget fra forbuddet i § 210, hvorimod der i forhold til selvfinansieringsforbuddet må foretages en konkret vurdering af cash pool-ordningens lovmæssighed. Da midlerne fra målselskabet ikke kan adskilles fra de øvrige deltagers midler i cash poolen, er det svært at vurdere, om målselskabets midler de facto er anvendt til finansieringen af målselskabets erhvervelse. Erhvervsstyrelsen udelukker ikke herved en cash pool-ordnings lovlighed, men styrelsen har valgt at lægge vægt på, om der er en sammenhæng mellem finansieringen af overtagelsen og deltagelsen i cash poolen, herunder om deltagelsen indgik i køberselskabets finansieringsplaner ved erhvervelsen, og om deltagelsen var nødvendig for at opnå den fornødne finansiering. Da det formentlig ikke altid er nemt i praksis at bevise, at der ikke er nogen sammenhæng mellem finansieringen af erhvervelsen og deltagelsen i cash poolen, må det konkluderes, at der i praksis i mange tilfælde vil opstå betydelige afgrænsningsproblemer i den situation, hvor et målselskab indgår eller påtænkes at skulle indgå i en cash pool-ordning i den erhvervende koncern. Derfor kan en mulig løsning for køberselskabet være at sikre, at de lån, der optages til finansiering af overtagelsen, ikke knyttes til cash pool-ordningen³⁰³. Cash pool-ordninger er således ikke en direkte alternativ finansieringsmulighed til lovlig selvfinansiering, da midlerne fra målselskabet ikke herigennem kan anvendes til at betale akkvisitionsgælden. Cash pool-ordninger er imidlertid relevante for koncerner, da de kan anvendes til likviditetsstyring i koncernen og herigenom skabe fordele for den samlede koncern ved at skabe den bedste forrentning og lette de eksterne finansieringsudgifter.

SAMMENFATNING

Som nævnt indledningsvist er det kun de færreste købere af selskaber, der selv har eller ønsker at bruge de nødvendige likvide midler til betaling af hele købesummen for et selskab. Da fremmedfinansiering er forbundet med betydelige omkostninger, er det naturligt, at en køber af kapitalandele søger at få sin investering dækket med midler fra målselskabet. Derfor er selvfinansieringsforbuddet stort set altid på agendaen hos juridiske rådgivere i forbindelse med en overdragelse af kapitalandele-

³⁰⁰ Steffensen, Bunch, Nilsen og Booker: Transaktioner i selskaber s. 351f

³⁰¹ Henrik Kure: Finansieringsret, s. 153

³⁰² Søren Skjerbek: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, s. 78

³⁰³ Søren Friis Hansen og Karsten Engsig Sørensen: Reform af selvfinansieringsforbuddet, s. 368

le, herunder gennemgangen af hvordan og hvornår målselskabet populært sagt skal betale for erhvervelsen af sig selv³⁰⁴.

En af mulighederne for at anvende målselskabets midler til erhvervelsen er lovlig selvfinansiering. Der er imidlertid tale om en risikofyldt og usikkerhedsbehæftet proces, hvor især betingelsen om at finansieringen skal være i selskabets interesse kan volde betydelige fortolkningsvanskeligheder. Således kan det være svært at godtgøre på et senere tidspunkt, hvor selskabet eventuelt er gået konkurs, at finansieringen var i selskabets interesse. Selv om de involverede parter forsøger at overholde reglerne for lovlig selvfinansiering, risikerer de, at finansieringen er i strid med selvfinansieringsforbuddet. Sammenholdt med de alvorlige konsekvenser, der er knyttet til en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet, er målet for parterne at komme uden om de tilfælde, der kan klassificeres som selvfinansiering, og således finde mulige alternative finansieringsmuligheder, der ligger helt uden for selvfinansieringsreglernes anvendelsesområde.

Da selvfinansieringsforbuddet, i det omfang forbindelseskravet er opfyldt, også udstrækker sig til tiden efter en erhvervelse af kapitalandele, er det afgørende at afgrænse forbuddet materielt over for forskellige efterfølgende dispositioner. Det centrale problem er fortolkningen og rækkevidden af forbuddet i SL § 206, stk. 1 mod at ”stille midler til rådighed”. Ifølge bemærkningerne skal fortolkningen af forbuddet ske ud fra dets formål, hvor der lægges vægt på, om der rent faktisk er foretaget selvfinansiering. Da formålet med selvfinansieringsforbuddet først og fremmest er at beskytte selskabets kapital, giver det god mening ikke at kunne udstrække selvfinansieringsforbuddet til at ramme dispositioner, der sker i overensstemmelse med selskabslovens øvrige kapitalbeskyttelsesregler³⁰⁵.

Højesterets Procuritas-dom har da også endeligt fastslået lovligheden af efterfinansiering i form af udbytte. Retstilstanden er således, at såfremt selskabslovens sædvanlige betingelser for udbetaling af udbytte er iagttaget, vil en udbetaling af ordinært eller ekstraordinært udbytte ikke være i strid med selvfinansieringsforbuddet, selvom udbyttet anvendes til at nedbringe køberens akkvisitions-gæld. Udbyttereglerne samt de øvrige kapitalbeskyttelsesregler i selskabsloven vedrørende kapitalnedsættelse, erhvervelse af egne kapitalandele og likvidation er *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet. Udlodning af midler gennem disse dispositioner er således fuldt ud lovlige, uanset på hvilket tidspunkt dispositionen foretages, og uanset at formålet med udlodningen er at tilbagebetale akkvisitions-gæld i køberselskabet. Det forholder sig imidlertid anderledes med en fusion, som ifølge Erhvervsstyrelsens praksis kan være udtryk for ulovlig selvfinansiering, selvom den sker i fuld overensstemmelse med fusionsreglerne. Vurderingen af den pågældende fusions overensstemmelse med selvfinansieringsforbuddet tager altid udgangspunkt i den konkrete sag. Mens fusionen således ikke fremstår som et sikkert alternativ til lovlig selvfinansiering, kan køberen med ro i sindet anvende enten udbytte, kapitalnedsættelse, køb af egne kapitalandele eller likvidation til at få adgang til målselskabets midler. I praksis har især udlodning af udbytte da også vist sig at være en særdeles relevant alternativ finansieringsmulig ved de såkaldte LBO'er.

Såfremt der ved erhvervelsen af målselskabet opstår en koncern mellem køberselskabet og målselskabet, har koncernen ofte en interesse i at udnytte den overskudslikviditet, der måtte være i nogle selskaber, i andre selskaber, så overskudslikviditeten kan forrentes bedst muligt. Dette kan ske ”manuelt” ved koncernlån eller automatisk ved en *cash pool*-ordning mellem koncernselskaberne. Mens begge dispositioner i medfør af SL § 211 er undtaget fra forbuddet mod kapitalejrlån i SL § 210, er der omvendt enighed om, at selvfinansieringsforbuddet har forrang for reglerne om koncern-

³⁰⁴ Mads Ilum og Bjørn Krog Andersen: Akkvisitionsfinansiering ET2007.4, afsnit 3

³⁰⁵ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, s. 157

lån, hvad enten de sker enkeltvis eller gennem en cash pool-ordning. Ved afgrænsningen af lovlige over for ulovlige koncernlån og cash pool-ordninger tillægger den juridiske litteratur den tidsmæssige sammenhæng mellem erhvervsstypen og koncernlånet samt købers hensigt på erhvervelsestidspunktet betydning. Erhvervsstyrelsen har imidlertid udtalt, at tidspunktet for ydelsen af koncernlånet samt købers hensigt på erhvervelsestidspunktet er uden betydning, da det afgørende er, om midlerne fra koncernlånet faktisk anvendes til at finansiere overtagelsen. Koncernlån kan således ikke direkte anvendes til at finansiere erhvervsstypen af et selskab. De kan derimod anvendes til likviditetsstyring i koncernen, så længe det ikke bevirker, at moderselskabet anvender datterselskabets midler til betaling af akkvisitionsgælden.

Tilsvarende gælder for cash pool-ordninger. Forskellen i forhold til koncernlån er imidlertid, at midlerne fra målselskabet sjældent kan adskilles fra de øvrige deltageres midler i cash poolen, hvorfor det kan være svært at vurdere, om målselskabets midler de facto er anvendt til finansieringen af målselskabets erhvervelse. Erhvervsstyrelsen har ved vurderingen af en cash pool-ordnings overensstemmelse med selvfinansieringsforbuddet valgt at lægge vægt på, om der er en sammenhæng mellem finansieringen af overtagelsen og deltagelsen i cash poolen, herunder om deltagelsen indgik i køberselskabets finansieringsplaner ved erhvervsstypen, og om deltagelsen var nødvendig for at opnå den fornødne finansiering. Såfremt der ikke er den fornødne sammenhæng mellem finansieringen af overtagelsen og deltagelsen i cash poolen, er der ikke tale om en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet. Det er dog formentlig ikke altid så ligetil i praksis at bevise, at der ikke er nogen sammenhæng mellem finansieringen af erhvervsstypen og deltagelsen i cash poolen.

Med henblik på afhandlingens formål om at undersøge alternative finansieringsmuligheder til lovlig selvfinansiering er parternes mest sikre mulighed efterfinansiering, hvilket primært sker gennem udlodning af udbytte. Disse regler har karakter af *lex specialis* og har således forrang for selvfinansieringsforbuddet. Omvendt har selvfinansieringsforbuddet forrang for reglerne om koncernlån, hvorfor koncernlån og herunder cash pools ikke er direkte alternative finansieringsmuligheder til lovlig selvfinansiering, da midlerne fra målselskabet ikke herigennem kan anvendes til at betale akkvisitionsgælden. Disse dispositioner er imidlertid særdeles relevante for koncerner, da de kan anvendes til likviditetsstyring i koncernen og herigennem medføre en besparelse på eksterne finansieringsudgifter for køberselskabet. Det må således antages, at efterfinansiering vil være den fremherskende finansieringsmodel, ikke mindst fordi efterfinansiering ved udbyttebetaling er en langt mere simpel og velafprøvet model end lovlig selvfinansiering, men også fordi denne fremstår mindst risikofyldt for de involverede parter, da de pågældende dispositioner anses som *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet.

LITTERATURFORTEGNELSE

Bøger

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

Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret, 12. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, u.s., 2013

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

- Blume*, Peter: Retssystemet og juridisk metode, 2. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2014
- Bunch*, Lars og *Rosenberg*, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, Karnov Group Denmark, København, 2014
- Christensen*, Jan Schans: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, Karnov Group Denmark, København, 2012
- Christensen*, Jan Schans: Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret, 4. udgave, Karnov Group Denmark, København, 2014
- Gomard*, Bernhard og *Schaumburg-Müller*, Peer: Kapitalselskaber – aktie- og anpartsselskaber, 7. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2013
- Hansen*, Johannus Egholm og *Lundgren*, Christian: Køb og salg af virksomheder, 5. udgave, Nyt Juridisk Forlag, u.s., 2014
- Jensen*, Nils Kjellegaard: Selskabsretlig Håndbog – u-/lovlige kapitaludtræk i A/S og ApS, 2. udgave, Nyt Juridisk Forlag, u.s., 2010
- Kruhl*, Martin Chr. og *Sørensen* Ole B.: Kapitalejerlån & Selvfinansiering, 1. udgave, Karnov Group Denmark, København, 2014
- Kure*, Henrik: Finansieringsret, 1. udgave, Karnov Group Denmark, København, 2015
- Munck*, Noe og *Kristensen*, Lars Hedegaard: Selskabsformerne, 7. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, u.s., 2014
- Neville*, Mette & *Sørensen*, Karsten Engsig: Den nye selskabslov, 1. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2009
- Schaumburg-Müller*, Peer og *Werlauff*, Erik: Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, u.s., 2014
- Skjerve*, Søren: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, Thomson Reuters, København, 2009
- Sofsrud*, Thorbjørn: Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1. udgave, Greens&Jura, Akademisk Forlag, 1999
- Steffensen*, Henrik, *Bunch*, Lars, *Nilsen*, Jan-Christian og *Booker*, Thomas: Transaktioner i selskaber – selskabsret, regnskab og skat, 1. udgave, Karnov Group Denmark, København, 2014
- Werlauff*, Erik: Selskabsret – med selskabsreformen 2013, 9. udgave, Karnov Group Denmark, København, 2013

Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk og Larsen, Dorte Riskjær: Aktietilbagekøb & Selvfinansierede aktiekøb – muligheder og faldgruber, 1. udgave, 2010

Artikler

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

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

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

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, Revision & regnskabsvæsen, nr. 12, 2008

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

Ferran, Eilís: Simplification of European Company Law on Financial Assistance, European Business Organization Law Review, vol. 6, 2005, s. 93-99

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

Illum, Mads og Andersen, Bjørn Krog: Akkvisitionsfinansiering – herunder debt-push-down i et selskabsretligt perspektiv, Erhvervsjuridisk Tidsskrift 2007.4

Jacobsen, Søren Vandsø og Schmidt, Christian Lindekilde: Cash Pooling i selskabsretlig belysning, NTS, 2002, nr. 4, s. 451-465

Kruhl, Martin Christian og Thomsen, Søren Høgh: Selvfinansiering & fusion, NTS, 2011, nr. 3, s. 54-65

Kure, Henrik: Kautions- og sikkerhedsstillelse for koncernselskabers forpligtelser, U2012B.139 (s. 139-148)

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

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

Lund-Andersen, Jacob: Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering, UfR, nr. 12, 24. marts 2012, s. 119-125

Lundgren, Christian og Madsen, Jacob Høeg: M&A tendenser i 2010, herunder I lyset af selskabsloven, Erhvervsjuridisk Tidsskrift, nr. 3, 2010, s. 171-180

Madsen, Jacob Høeg: Selvfinansieringsforbuddets territoriale udstrækning, NTS, 2006, nr. 3, s. 78-90

Melander, Morten: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2?, Erhvervsjuridisk Tidsskrift nr. 3, 2007, s. 175-184

Nilsen, Jan-Christian og Steffensen, Henrik: Køb af virksomheder og koncerninternt udbytte, Revision & Regnskabsvæsen, nr. 5, 2007

Nilsen, Jan-Christian og Steffensen, Henrik: Transaktioner i selskaber – udvalgte praktiske problemer, Revision & regnskabsvæsen, nr. 3, 2015, s. 47-57

Serup, Michael: Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet, U1996B.72, s. 72-84

Svensson, John og Krarup, Mathias: Nye regler om selvfinansiering, NTS 2010:2, s. 97-107

Werlauff, Erik: Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv., U.2001B.381, s. 381-385

Werlauff, Erik: Efterfinansieret aktiekøb – uanset betalingstidspunktet kan et lovligt udbytte lovligt anvendes som en del af købesummen for det udbetalende selskab, Tidsskrift for skatter og afgifter, TfS 2004.694, s. 2882-2884

Werlauff, Erik: Selvfinansieringsforbud contra lex specialis, UfR , nr. 47, 25. november 2006, s. 365-370

Wormslev, Teis: Selvfinansiering og bestyrelsesansvar i praksis – i kontekst af lånefinansierede opkøb af danske virksomheder, Revision & regnskabsvæsen, nr. 11, 2008, s. 12-20

Wymeersch, Eddy: European Company Law: The “Simpler Legislation for the Internal Market” (SLIM) Initiative of the EU Commission, s. 126-134

REGLER

Lov nr. 370 af 13. juni 1973 om aktieselskaber

Lov nr. 371 af 13. juni 1973 om anpartsselskaber

Lov nr. 282 af 9. juni 1982 om ændring af lov om aktieselskaber

Lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber

LBKG nr. 1253 af 1. november 2013 - årsregnskabsloven

LBKG nr. 1089 af 14. september 2015 om aktie- og anpartsselskaber

Lovforslag L 170 af 25. marts 2009 om aktie- og anpartsselskaber

Betænkning om revision af aktieselskabslovgivningen nr. 362/1964 afgivet af den af handelsministeriet ved skrivelse af 6. september 1957 nedsatte kommission

Betænkning om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning nr. 540/1969 afgivet af det af handelsministeriet ved skrivelse af 6. november 1964 nedsatte udvalg

Betænkning nr. 690/1973 om sammenslutningen Boss of Scandinavia

Kapitaldirektivet: EU's 2. selskabsdirektiv 77/91/EØF af 13. december 1976

Ændringsdirektivet: Ændringsdirektiv 2006/68/EF af 6. september 2006

Moderniseringsbetænkningen: Betænkning nr. 1498/2008 om Modernisering af selskabsretten

Recommendations by the Company Law Slim Working Group on the simplification of the first and second company law directive, October 1999, Proposal 5 concerning the second company law directive

Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Kommissionen, November 2002, s. 85.

AFGØRELSESREGISTER

U1970.96H

U1970.795H

U1970.803H

U1973.417H

U1978.414Ø

U1981.701

U1985.940H

U1997.256H

U1997.444H (Konsulentdommen)

U1998.1172H (Pirchert-dommen)

U1999.1429V

U2000.23H

U2000.365/2H (Thrane-sagen)

U2000.2003H

U 2006.145H (Procuritas)

U2007.2600H (De Soto Equity)

U2009.2056Ø

TfS2004.623 (Digidan-sagen)

Erhvervsstyrelsens udtalelse af 12. februar 1993

Erhvervsstyrelsens udtalelse af 27. juni 1994

Erhvervsstyrelsens udtalelse af 9. maj 2000

Erhvervsstyrelsens udtalelse af februar 2001

Erhvervsstyrelsens udtalelse af 22. maj 2001

Erhvervsstyrelsens udtalelse af 1. februar 2002
Erhvervsstyrelsens udtalelse af 20. oktober 2002
Erhvervsstyrelsens udtalelse af august 2008
Erhvervsstyrelsens udtalelse af 3. marts 2011
Erhvervsstyrelsens udtalelse af 15. marts 2011
Erhvervsstyrelsens udtalelse af 16. april 2013

FORKORTELSER

Akti Lovkommissionen	Den af handelsministeriet ved skrivelse af 6. september 1957 nedsatte kommission
Akti Lovudvalget	Det af handelsministeriet ved skrivelse af 6. november 1964 nedsatte udvalg
H	Højesteret
Moderniseringsudvalget	Udvalget til Modernisering af Selskabsretten nedsat af økonomi- og erhvervsministeren i oktober 2006
SL	Selskabsloven LBKG nr. 1089 af 14. september 2015
TfS	Tidsskrift for skatter og afgifter
U	Ugeskrift for Retsvæsen
V	Vestre Landsret
Ø	Østre Landsret