

EJERSKIFTE OG SELVFINANSIERING

OG GENANVENDELSE AF FINANSIERINGSMULIGHEDEN
INDEN FOR EJERSKIFTESITUATIONEN



KANDIDATSPECIALE – CAND.MERC.AUD.

AALBORG UNIVERSITET

NOVEMBER 2016

AF PERNILLE LYNGE & DORTHE HJORTH PETERSEN

STUDIE-NR.: 20091982 & 20083026

VEJLEDER: ERIK WERLAUFF

KANDIDATSPECIALE

EJERSKIFTE OG SELVFINANSIERING

FORORD

Dette speciale er udarbejdet som led i afslutningen af cand.merc.aud.-studiet ved Aalborg Universitet i efterårssemesteret 2016. Specialet er udarbejdet i perioden 13. juli 2016 til 15. november 2016 og danner grundlag for en efterfølgende mundtlig eksamen.

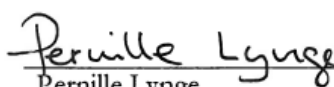
Det primære emne, der behandles i dette speciale er, hvorledes et kapitalselskabs frie reserver kan anvendes som led i ejerskifte. Derudover vil den eventuelle forestående liberalisering af kapitalejerlånene ligeledes blive belyst. Specialet vil hovedsageligt belyse den teoretiske del af betingelserne for lovlig selvfinansiering. Der vil endvidere blive inddraget en mere praktisk vinkel, således aktuelle problemstillinger søges belyst ud fra det teoretiske afsæt.

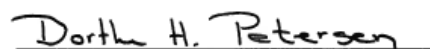
Målgruppen for dette speciale er som udgangspunkt vejleder og censor. Specialet vil endvidere henvende sig til øvrige fagpersoner med særlig interesse for netop dette emne. På denne baggrund forudsættes det, at de mere grundlæggende begreber i selskabsretten anses som værende kendt stof.

Tilmed vil vi gerne rette en stor tak til vores vejleder, Erik Werlauff. I nødens stund har hjælpen været nær og vejledningstimerne har bestemt været brugbare. Tak for din imødekommenhed og din måde at undervise og vejlede på.

Til sidst vil vi gerne rette en stor tak til vores respektive arbejdspladser, hvor der har været stor hjælp at hente, i form af inspiration og sparring.

Aalborg, den 15. november 2016


Pernille Lyngø


Dorthe Hjorth Petersen

INDHOLDSFORTEGNELSE

1.	Emnevalg, metode og retskilder.....	5
1.1	Problemformulering.....	5
1.2	Metode	6
1.2.1	Afgrænsning	6
1.3	Retskilderne og deres samspil.....	7
1.3.1	EU-ret	8
2.	Finansiering af majoritetskøb	9
2.1	Egne midler	10
2.2	Banklån	11
2.3	Koncernlån.....	11
2.3.1	Det tidsmæssige aspekt.....	13
2.3.2	Det bagvedliggende motiv	15
2.3.3	Den faktiske anvendelse.....	16
2.4	Koncernlån – cash pool ordninger.....	18
2.5	Virksomhedsobligationer	19
2.6	Egne aktier	21
3.	Skiftende lovgivning	22
3.1	Historik selvfinansiering.....	22
3.1.1	Baggrunden for lempelse af selvfinansieringsforbuddet	25
3.1.2	Lempelse af selvfinansieringsforbuddet i dansk ret	29
3.2	Historik kapitalejrlån.....	30
3.2.1	Kapitalejerlån før 1982	30
3.2.2	Kapitalejerlån efter 1982	32
3.2.3	På tænkt liberalisering fra 2017	34
3.3	Historik - Ligningslovens § 16E	39
3.3.1	Personkredsen omfattet af ligningslovens § 16 E	39
4.	Betingelserne for lovlig selvfinansiering	40
4.1	Det centrale ledelsesorgan og dets ansvar	42
4.2	Kreditvurdering af modtagerkredsen	43
4.3	Det centrale ledelsesorgans redegørelse.....	46
4.3.1	Baggrunden for forslaget om økonomisk bistand.....	47
4.3.2	Selskabets interesse i at gennemføre en sådan disposition.....	48
4.3.3	De betingelser, der er knyttet til gennemførelsen.....	51
4.3.4	En vurdering af de konsekvenser, som dispositionen måtte medføre for selskabets likviditet og solvens	51
4.3.5	Den pris som tredjemand skal betale for kapitalandelene.....	52
4.4	Generalforsamlingens godkendelse	54

4.5	Offentliggørelse	56
4.6	Forsvarlighed indenfor de frie reserver.....	56
4.6.1	Kapitalselskabets frie reserver	58
4.6.2	Vurdering af forsvarlighed	61
4.7	Sædvanlige markedsvilkår	61
4.7.1	Markedsmæssige vilkår i et skatteretligt perspektiv.....	65
5.	Gennemførelse af lovlig selvfinansiering.....	67
5.1	Erhvervelse af allerede udstedte kapitalandele.....	67
5.2	Kapitalforhøjelse	68
6.	Lovlig selvfinansiering kontra lovlig efterfinansiering.....	70
6.1	Efterfinansiering.....	70
6.1.1	Former for efterfinansiering.....	71
6.2	Forskelle og ligheder.....	73
7.	Lovlig selvfinansiering ved ejerskifte.....	75
7.1	Overvejelserne ved lovlig selvfinansiering.....	76
7.2	Værktøjer til rådgiveren.....	78
8.	Analyse og konklusion.....	82
8.1	Ejerskifte.....	82
8.2	Skiftende lovgivning	83
8.3	Betingelserne for lovlig selvfinansiering	84
8.4	Lovlig selvfinansiering eller lovlig efterfinansiering?	87
8.5	Afslutning	88
9.	Summary.....	90
10.	Litteraturliste	93
10.1	Artikler og publikationer	93
10.2	Bøger	94
10.3	Afgørelser	95
10.4	Andet.....	96
11.	Bilag.....	98

1. EMNEVALG, METODE OG RETSKILDER

Begrebet selvfinansiering dækker groft sagt over de situationer, hvor målselskabet medvirker til finansieringen af sin egen overtagelse. Der forefindes flere måder, hvorpå selvfinansiering kan finde sted. Eksempler herpå kunne være selvfinansiering af allerede udstedte kapitalandele, men kunne tilsvarende også være i forbindelse med en kapitalforhøjelse. Selvfinansiering kan bruges ved inddragelse af en ny kapitalejer, men også som led i en opkøbsproces, hvor målselskabet er i besiddelse af væsentlige frie reserver. Endvidere er der ikke fra lovgivers side opstillet begrænsninger i forhold til den personkreds, der kan gøre brug af selvfinansieringen.

Ved anvendelse af regelsættet for lovlig selvfinansiering vil det således være muligt for en udefrakommende part, såvel som en nuværende kapitalejer, at købe andele i et kapitalselskab uden selv at skulle skaffe den fornødne kapital. Det vil således være målselskabet, der stiller egne midler til rådighed som led i selve overdragelsen. Selvfinansiering kan foruden i form af lån, også ske i form af sikkerhedsstillelse.

Selskabsloven foreskriver et umiddelbart forbud mod selvfinansiering. Efter en harmonisering af EU-retten er der, i forbindelse med implementeringen af selskabsloven, blevet lempet på selvfinansieringsforbuddet, der ellers historisk set har været et klart, absolut forbud i dansk lovgivning. I forlængelse heraf, er der i selskabsloven blevet indført en række betingelser, der alle skal være opfyldt for, at selvfinansiering kan ydes på lovlig vis.

Som kontrast til selvfinansieringen står de almen kendte former for kapitaludtræk i form af udbytte, kapitalnedsættelser og lignende. Hvorledes den ene finansieringsform synes mere fordelagtig end den anden, vil være en individuel betragtning som det enkelte kapitalselskab er nødt til at gøre sig klar. Yderligere vil ejerskifte kunne finansieres på mere traditionel vis i form af en kapitalejers egne midler, eller ved optagelse af lån på det finansielle marked.

1.1 Problemformulering

Hel eller delvis finansiering af ejerskifte med målselskabets frie reserver gennem lovlig selvfinansiering, samt eventuel lovændring, der lovliggør kapitalejerlån fra selskabet, dog eventuelt med beskatning efter LL § 16 E.

1.2 Metode

Specialet vil hovedsageligt være udarbejdet ud fra en retsdogmatisk tilgangsvinkel, hvor der foretages analyse af gældende ret på nuværende tidspunkt. Endvidere vil der ske sondring til historisk ret, hvor der vil forsøges draget paralleller til den udvikling, som lovgivningen har været underlagt. Indeværende speciale vil tillige være præget af et mindre retspolitisk aspekt, set i sammenhæng til specielt forbuddet mod kapitalejerlån. Specialets sidste kapitler vil bære præg af vores praktiske virke som revisorer.

1.2.1 Afgrænsning

Dette speciale vil tage afsæt i unoterede selskaber, hvormed det mere specifikke regelsæt for børsnoterede selskaber ikke vil blive inddraget i specialets betragtninger.

Ved udarbejdelsen af dette speciale vil vi heller ikke komme nærmere ind på selve stiftelsesprocessen og hvilke formelle krav, der måtte være hertil. I forbindelse med omtale af et kapitalselskabs centrale ledelsesorgan, har vi valgt at se bort fra tilsynsrådet, og fokuserer derfor udelukkende på bestyrelse og direktion.

Specialet vil kun tage afsæt i danske kapitalselskaber. Hvorledes reglerne tillige er anvendelige ved grænseoverskridende koncerner og lignende, vil således ikke blive behandlet.

Ved gennemgang af reglerne omkring selvfinansiering og kapitalejerlån, vil vi se bort fra banker og forsikringselskaber. Vi er opmærksomme på, at der forekommer et mere specifikt regelsæt for disse virksomhedsformer, men det vil ikke blive behandlet yderligere. Vi vil desuden ikke behandle, hverken fusion eller spaltning i dette speciale, ud fra en betragtning om, at der i relation til selvfinansiering er tale om så konkrete problemstillinger, at det formentlig vil høre til sjældenheder i praksis.

Endvidere vil der i dette speciale ikke blive taget stilling til eventuelle ændringer som følge af den nye årsregnskabslov, ligesom der ikke vil ske dybdegående bearbejdelse af de erstatningsmæssige konsekvenser, ved manglende opfyldelse af betingelserne for lovlig selvfinansiering

1.3 Retskilderne og deres samspil

Da dette speciale er bygget op omkring anvendelse af den retsdogmatiske metode, er det særdeles vigtigt at kende til de enkelte retskilder og deres indbyrdes samspil. De forskellige former for retskilder danner et samspil, og tilsammen udgør de et fortolkningsbidrag, der skal danne grundlag for præcisering af gældende ret, på baggrund af regulering og historiske anskuelser.

Reguleringen af et givent område findes i retskilderne, der inddeles hierarkisk og fortolkes ud fra tre retsanvendelsesprincipper.¹ Det første princip er lex superior-princippet, hvoraf skal udledes, at en regel af lavere rang må vige i tilfælde af, at den strider mod en regel af højere rang. Her tænkes eksempelvis på Grundlovens forrang for den almindelige lovgivning og tillige dennes rang i forhold til bekendtgørelser og cirkulærer.² Andet princip er lex specialis, hvormed menes, at en speciel regel har forrang for en mere generel regel. Sidst, men ikke mindst, er der lex posterior-princippet, hvorved skal forstås, at en yngre regel går forud for en ældre. Herved skal implicit forstås, at den nye lovbestemmelse naturligvis må være på samme niveau som den ældre lov, da der i modsat fald vil være sket tilsidesættelse af lex superior-princippet.³

Fortolkning af love kan ske ud fra en henholdsvis objektiv eller subjektiv fortolkning. Ved den objektive fortolkning er det lovtekstens forlydende og dermed ordenes almene betydning, der lægges til grund for fortolkningen. Ved den subjektive fortolkning er det ikke blot det skrevne ord, der anvendes som led i fortolkninger. Her tillægges også lovens forarbejder betydning og der vil således blive skelet til motiverne bag loven.

Ved anvendelse af den retsdogmatiske metode til brug for fortolkning af gældende ret, vil første skridt være en vurdering af, hvor reguleringen af det givne område findes. I forhold til dette speciale vil det primært være selskabsloven, med dertilhørende lovmotiver, der anvendes som lovreguleringsgrundlag. Sekundært vil årsregnskabsloven, såvel som ligningsloven, tillige blive berørt.

¹ Tvarnø & Nielsen, Retskilder og retsteorier, side 30.

² Ibid., side 35.

³ Ibid., side 248-252.

Herefter undersøges retspraksis, efterfulgt af retssædvane, for til sidst at anskue forholdets natur. Det noteres i denne sammenhæng, at retssædvaner ikke synes relevant ved lovlige selvfinansiering, da de som udgangspunkt ikke egner sig ved forbud. Derudover vil forholdets natur næppe være brugbart, grundet graden af særegne karakteristika, ved enhver form for brug af lovlige selvfinansiering.

Ved gennemgang af selskabslovens regler omkring brugen af lovlige selvfinansiering forekommer der visse fortolkningsvanskeligheder. Vi har dermed været nødsaget til at inddrage en del retspraksis i specialet, for at opnå en dybere forståelse af lovens forskrifter samt de bagvedliggende motiver. I forlængelse heraf er det væsentligt at bemærke, at vi i specialet inddrager administrative afgørelser – afsagt af Erhvervsstyrelsen m.fl. - men at præjudikatværdien heraf vil være lavere end tilfældet er med en domsafgørelse. Endvidere bør det påpeges, at der ved Erhvervsstyrelsens fortolkning af selskabsloven er en tendens til, at de strammer reglerne, når de får muligheden. Afgørelser og eventuelle udtalelser fra Erhvervsstyrelsen er således anvendelige til brug for vejledning, men er ikke nødvendigvis lig den afgørelse som en domstol ville nå frem til.

1.3.1 EU-ret

Da dette speciale tager sit afsæt i betingelserne for lovlige selvfinansiering, er det umuligt at komme uden om den EU-retlige regulering. Dette skyldes, at regelsættet omkring lovlige selvfinansiering er direktivstyret og er således ikke af national oprindelse.

I 1977 blev der i EU-retlig regi indført det vi i dag kender som kapitaldirektivet. Dette direktiv er et af de mest basale, når det kommer til regulering af danske, såvel som internationale aktieselskaber. Hele formålet med dette direktiv er at sikre indførelse af et komplekst regelsæt, omhandlende beskyttelse af kreditorer og minoritetsaktionærer, i forhold til den indbetalte selskabskapital.⁴

For kapitaldirektivet gælder, at der er tale om et minimumsdirektiv, der for Danmarks vedkommende kun er tiltænkt aktieselskaberne. Danmark har dog frivilligt valgt, at det tillige skal gælde for anpartsselskaber. I relation til den EU-retlige regulering af kapital-selskaber, skal det endvidere bemærkes, at reglerne omkring kapitalejer-

⁴ Andersen & Sørensen, Forslaget til et nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime, side 61.

lån ikke er omfattet af kapitaldirektivet. Danmark er således et af de eneste lande, der i lovgivningen har indført et restriktivt forbud mod udlån til et selskabs kapitalejere, ledelsesmedlemmer m.fl.

2. FINANSIERING AF MAJORITETSKØB

Ved en planlagt erhvervelse af kapitalandele, er det af stor betydning, at overdragelsesmulighederne klarlægges, således fordele og ulemper kan opvejes. Til brug for virksomhedsoverdragelser er der fire former, der hver især vil være anvendelige til brug herfor – det gælder for så vidt spaltning, fusion, virksomhedsopkøb samt majoritetsopkøb. Da hovedessensen i dette speciale er, hvorledes et ejerskifte kan finansieres, sammenholdt med afgrænsning i forhold til fusion og spaltning, er det således fundet mest relevant at kigge nærmere på majoritetsopkøbet.⁵

Virksomhedsopkøbet er ikke aktuelt i denne ombæring, da det er den essens, der ligger inden for selskabets juridiske ramme, der handles med. Sagt på en anden måde, så omhandler virksomhedsopkøb overdragelse af en del, eller sågar hele virksomhedsdelen. I sådanne situationer, vil det således være målselskabet selv, der agerer som sælger. Tilsvarende gælder, at køber således ikke får del i målselskabet, men udelukkende opnår rettigheden til det/de overtagende aktiver samt eventuelle tilknyttede forpligtelser. Ved virksomhedsopkøb er det tillige legalt for køberen at belåne aktivet/aktiverne, der ligger til grund for selve overdragelsen, som led i finansieringen heraf.

Omvendt gælder der for en aktieoverdragelse, at kapitalejerne bag målselskabet, afhænder en del heraf, hvormed målselskabet ikke længere er at betragte som sælger, men derimod går hen og bliver det subjekt, der handles med. Som led i majoritetsopkøb er det, modsat virksomhedsopkøb, som udgangspunkt ikke tilladt at anvende målselskabets aktiver som sikkerhedsstillelse, som led i finansiering heraf. Her vil reglerne omkring selvfinansiering skulle betragtes nøje, således overdragelsen ikke munder ud i en ulovlig transaktion, i kraft af, at målselskabet ender ud i at stille sikkerhed, eller finansiere sin egen overdragelse. Hele denne problematik omkring selvfinansie-

⁵ Werlauff, Selskabsret, side 186.

ring og hvorvidt den i dansk lovgivning er lovlige, eller ej, vil blive bearbejdet mere dybdegående, senere i specialet.

Finansiering af virksomhedsoverdragelser er ikke givet et entydigt definerbart begreb, der foregår på eksakt samme måde hver gang. Denne finansiering kan ske på et utal af måder, afhængig af virksomhedsform, kapitalejernes individuelle formueberedskab samt eksterne lånemuligheder. Alle er de aspekter, der hver især, eller samlet set, er væsentlige i forhold til kapitalselskabets finansieringsmuligheder, i forbindelse med opkøb/overdragelse.

En virksomhedsoverdragelse kan således finansieres på mere end én måde. Enten kan den ske udelukkende via kapitalselskabets egenkapital, hvilket vil sige uden brug af eksterne finansieringskilder, såsom pengeinstitutter, eller lignende. Yderligere kan kapitalselskabet også vælge, eller helt være nødsaget til, at gøre brug af fremmedkapital, hvormed der må søges lån på det finansielle marked. Derudover kan kapitalselskabet vælge at gøre brug af både egen- og fremmedkapital, for derigennem at opnå den optimale kapitalstruktur og samtidig forsøge at holde omkostningerne nede på et minimum.

De forskellige former for virksomhedsoverdragelser, der nævnes i dette kapitel af specialet, er dem vi ikke finder anvendelige som lovlige former for efterfinansiering. Efterfinansiering tænkt på den måde, at det skal kunne stå i kontrast til reglerne omkring brug af selvfinansiering. Mulighederne vil således udelukkende blive nævnt som alternative metoder til brug for den egentlige overdragelsesfase.

2.1 Egne midler

I de situationer, hvor et kapitalselskab, eller en fysisk person, ønsker at tilkøbe nye, eller yderligere kapitalandele i et selskab, vil det naturligvis kunne ske for personens egne likvide midler. Her vil der være tale om en simpel overførsel til sælger, fra købers bankkonto, uden nogen bagvedliggende finansiering fra ekstern part.

2.2 Banklån

I de senere år er det dog langt fra alle kapitalselskaber, der har store indeståender på diverse konti. Finansiering af tilkøb af yderligere kapitalselskaber, kan således være nødsaget til at ske helt, eller delvist gennem kapitalselskabets pengeinstitut, i form af et lån eller en kassekredit.

2.3 Koncernlån

Er et kapitalselskab i en sådan situation, at det allerede inden det påtænker at investere i et nyt kapitalselskab, besidder bestemmende indflydelse over et, eller flere kapitalselskaber, vil der i selskabsretlig forstand være tale om et koncernforhold.⁶ Selve ordet koncern er således kendetegnet for en specifik selskabsretlig struktur, der repræsenterer én samlet enhed. I denne henseende er det dog væsentligt at pointere, at uanset om der foreligger et koncernforhold, så skal kapitalselskaberne anses for selvstændige juridiske enheder. Der sker således en sammensmeltning af henholdsvis den erhvervmæssige realitet og det juridiske udgangspunkt. Dette set i lyset af, at de juridiske enheder er at betragte som selvstændige objekter, i deres egen verden, men samtidig fungerer som én samlet økonomisk allokation.⁷ Hele denne kompleksitet omkring juridiske enheder, der på den ene side er at betragte som værende én samlet enhed, men samtidig agerer som selvstændige juridiske enheder, er til dels en anerkendt problemstilling i dansk ret.

Denne samhørighed bevidnes af selskabslovens § 211, der i større, eller mindre omfang tillader lån fra et datterselskab til dets moderselskab, for derigennem at forestå en økonomisk optimering af de juridiske enheder som et hele.⁸ Loven foreskriver dog ikke, hvilke begrænsninger, der eventuelt måtte være ved et datterselskabs ydelse af økonomisk bistand til dets moderselskab, hvilket eksempelvis gør sig gældende for det opsatte regelsæt omhandlende kapitalafgang. Ved ydelse af økonomisk bistand fra et datterselskab til et moderselskab er det dog væsentligt at holde sig for øje, at der fortsat er restriktioner, i form af datterselskabets virke som selvstændigt subjekt, der skal iagttages. Det er således ikke tilladt at yde lån, eller lignende, i de situationer,

⁶ Selskabslovens §§ 6 og 7.

⁷ Noe & Kristensen; Selskabsformerne, side 234.

⁸ Christensen, Selskabsloven med kommentarer, side 570.

hvor det ikke synes at være forsvarligt i forhold til datterselskabets eget kapitalberedskab. Derfor skal koncernens kapitalberedskab ikke vurderes som helhed, men derimod skal det udelukkende vurderes, hvordan den påtænkte transaktion vil påvirke datterselskabets status. Det enkelte datterselskabs ledelse er alene ansvarlig for, at lånet udelukkende ydes, såfremt det sker på forsvarlig vis, med særlig fokus på kreditrisikoen, afkastet og de øvrige aftalevilkår, der ligger til grund herfor. Herforuden er der endvidere krav til, at lån udelukkende ydes, såfremt det sker i selskabets interesse og samtidig ikke strider mod hverken kapitalselskabets vedtægter, eller dets formål.⁹

Udgangspunktet er således, at lån mellem kapitalselskaber er omfattet af det oplyste forbud i selskabslovens § 210, omhandlende kapitalejerlån i bred forstand. I de situationer, hvor der kan udledes bestemmende indflydelse, enten i form af en majoritet i forhold til kapitalandele, eller som råderet over flertallet af stemmerne, vil lån som udgangspunkt kunne ydes mellem et datterselskab og dets moderselskab, jævnfør selskabslovens § 211. Som tidligere nævnt kan det ikke umiddelbart ud fra lovteksten anskues, hvorvidt den økonomiske bistand er underlagt begrænsning - og i givet fald hvilke. Gældende for teori, såvel som for praksis, er dog, at forbuddet mod selvfinansiering i selskabslovens § 206 har forrang for reglerne omkring økonomisk bistand mellem koncernforbundne selskaber.¹⁰ Dette bevirker således, at såfremt den økonomiske bistand mellem de koncernforbundne selskaber er ydet som led i en selvfinansieringsproces, så må også her ske overholdelse af de oplyste betingelser i selskabslovens § 206, stk. 3 og §§ 207 – 209. Netop på dette område bliver de enkelte paragraffers ordlyd og indbyrdes rang af væsentlig betydning.

Til belysning heraf kan anskues en udtalelse fra den daværende Erhvervs og Selskabsstyrelse tilbage fra 27. juni 1994. Den konkrete situation var her et koncernforhold, hvor moderselskabet havde et samlet tilgodehavende på 75.000 kroner ved nogle af dets datterselskaber. Moderselskabet ønskede at foretage en kapitalforhøjelse i datterselskaberne på sammenlagt 250.000 kroner, der skulle finansieres gennem lån

⁹ Udtalelse fra Erhvervsstyrelsen af den 20. oktober 2002 – gengivet i Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 761-762.

¹⁰ Se blandt andet Schaumburg-Müller & Werlauff, Selskabsloven med kommentarer, side 1.006 og Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 815 og Christensen, Selskabsloven med kommentarer, side 571 og Modernisering af selskabsretten, side 498 samt Bunch & Nielsen, Gennemgangen af Erhvervsstyrelsens praksis.

optaget i et pengeinstitut. De midler som datterselskaberne kom i besiddelse af ved gennemførelse af kapitalforhøjelsen, skulle til dels anvendes til indfrielse af den udestående gæld på de 75.000 kroner. Derefter var planen, at de resterende 175.000 skulle returneres til moderselskabet i form af et koncernlån, hvorefter moderselskabet kunne anvende selv samme midler til afdrag på den optagne gæld, i forbindelse med finansieringen af kapitalforhøjelserne.¹¹

Selvom processen er lidt snørklet, så ender datterselskaberne i sidste ende med at finansiere de pågældende kapitaludvidelser, hvormed de påtænkte lån anses som værende i strid med selvfinansieringsforbuddet. Hvorvidt en erhvervelse og et efterfølgende koncernlån skal betragtes som værende i strid med selvfinansieringsforbuddet, må givetvis bero på en individuel vurdering, hvor de helt konkrete forhold lægges til grund for bedømmelsen af transaktionens lovlighed.

Hvorvidt der således er tale om henholdsvis lovlige koncernlån, eller snarere ulovlig selvfinansiering, må derfor ansues ud fra tre væsentlige parametre – nærmere betegnet et tidsmæssigt aspekt, intentionen hermed samt den faktiske anvendelse.

2.3.1 Det tidsmæssige aspekt

Forud for et kapitalselskabs erhvervelse af kapitalandele i målselskabet, vil der selv sagt ikke være tale om et koncernforhold og dermed er der i denne situation ingen tvivl om, hvorvidt transaktionen skal underlægges bestemmelsen i selskabslovens § 206, stk. 1, eller selskabslovens § 211. Økonomisk bistand mellem juridiske enheder i denne konstellation, kan således udelukkende ske ved opfyldelse af de påkrævede betingelser i selskabslovens § 206, stk. 3 og §§ 207 – 209. Efterfølgende økonomisk bistand, der ydes fra målselskabet – nu at betragte som værende datterselskab¹² – til det opkøbende selskab – nu at betragte som moderselskab – skal således umiddelbart underlægges bestemmelsen i selskabslovens § 211. Vil dette så medføre, at der umiddelbart efter et opkøb, vil kunne optages lån i et datterselskab, til indfrielse af moderselskabets finansiering af købesummen?

¹¹ Udtalelse fra Erhvervsstyrelsen af 27. juni 1994, J. nr. 94-39.266 - kommenteret i R&R, 1994, nr. 12, side 60.

¹² Såfremt der som led i overdragelsen opnås bestemmende indflydelse.

Såfremt ovenstående vil skulle besvares på bekræftende vis, vil det indførte forbud mod ydelse af selvfinansiering fremstå som værende banalt og relativt let omgåeligt, hvilket givetvis ikke har været hensigten ved indførelsen af forbuddet. Er koncerndlån således en reel mulighed, set i lyset af et kapitalselskabs muligheder for efterfinansiering? Svaret herpå synes ikke at være helt så entydigt blandt de litterære debattører, når det drejer sig om selvfinansieringsreglerne. På den ene side findes de, der er af den opfattelse, at der ikke for tid og evighed kan opretholdes et forbud mod at yde lån fra målselskabet til det opkøbende selskab. Begrænsningerne, der tillægges koncernen, grundet reglerne omkring selvfinansiering, må således efter en given, men udefineret tidshorisont, bortfalde, så koncerndlånene igen kan tillades på legal vis mellem de involverede parter.¹³ På den anden side er de, der mener at det ikke er muligt at foretage nogen form for efterfinansiering ved brug af koncerndlån.¹⁴ Det bliver således væsentligt, hvorvidt længden af perioden fra kapitalerhvervelsen og til der igen kan ydes koncerndlån, reelt kan fastslås - og om det overhovedet er muligt? Da loven ikke konkret foreskriver noget herom, er vi nødsaget til at kigge på den administrative praksis for derigennem at søge os fyldestgjort i forhold til den konkrete problemstilling.

I en afgørelse tilbage fra 8. november 2013 fandt Erhvervsstyrelsen, at et koncerndlån var ydet i strid med det umiddelbare forbud mod selvfinansiering. Dette til trods for, at der fra erhvervelsestidspunktet, til der sker en udbetaling i form af et koncerndlån, går hele seks måneder. Erhvervsstyrelsen fandt i den givne sag, at til trods for den mellemliggende periode på seks måneder, så måtte koncerndlånet og dermed selskabslovens § 211 vige for selvfinansieringsforbuddet i § 206, stk. 1. Erhvervsankenævnet stadfæstede sidenhen Erhvervsstyrelsens afgørelse.¹⁵ Tilsvarende gjorde sig gældende i en sag, hvor et investeringsselskab, gennem et nyoprettet holdingselskab, erhvervede aktiekapitalen i driftsselskabet D. Overdragelsen blev delvis finansieret gennem optagelse af et banklån. Efterfølgende skabes der overskud i D, der nu står tilbage med en del overskudslikviditet. Der synes således at være god mening i, at denne likviditet videreføres til holdingselskabet. Hertil svarer Erhvervsstyrelsen, at såfremt

¹³ Werlauff, Selvfinansieringsforbud kontra lex specialis, side 368 og Andersen, Studier i Dansk koncernret, side 596-597.

¹⁴ Ilum & Krog Andersen, Akkvisitionsfinansiering – herunder debt-push-down i et selskabsretligt perspektiv, side 4.

¹⁵ J.nr. 2013-0036082.

driftsselskabet vælger at yde det påtænkte lån, og midlerne så efterfølgende helt, eller delvist - direkte, eller indirekte anvendes til nedbringelse, eller betaling af renter på den gæld, der er optaget i forbindelse med erhvervelsen af aktierne i driftsselskabet, vil der ske overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet. Dette uden hensyntagen til tidspunktet for ydelsen af lånet.¹⁶

Som det fremgår af ovenstående kendelser, er det således ikke det tidsmæssige aspekt, der skal tillægges den væsentligste betydning, ved vurderingen af det efterfølgende koncernlåns lovlighed – uanset, at det har været en del af den oprindelige finansieringsplan eller ej.¹⁷ Tidsaspektet alene, er således ikke tilstrækkeligt i forhold til at afgøre, hvorvidt koncernlånets retmæssighed må vige til fordel for selvfinansieringsforbuddet. Vi er således nødsaget til også at foretage en vurdering af den reelle hensigt, der ligger til grund for den efterfølgende ydelse af økonomisk bistand, selskaberne imellem.¹⁸

2.3.2 Det bagvedliggende motiv

Det andet aspekt, der skal betragtes ved vurderingen af, hvorvidt et koncernlån er ydet i strid med selvfinansieringsforbuddet, er det bagvedliggende motiv for den påtænkte transaktion. Det efterfølgende koncernlån må ikke have indgået i den finansieringsplan, der udarbejdes i forbindelse med opkøbet af kapitalandele.¹⁹ Hvorvidt Erhvervsstyrelsen efterlever denne fortolkning, kan der imidlertid herske tvivl om. Dette skal ses i lyset af tidligere nævnte afgørelse fra Erhvervsstyrelsen, hvor et koncernlån ydes seks måneder efter et opkøb og samtidig uden dokumentation for, at denne efterfølgende finansiering var planlagt på købstidspunktet.²⁰ Der synes således at kunne sættes spørgsmålstegn ved, hvorvidt Erhvervsstyrelsen, på den lange bane, reelt er tro mod egen praksis?

Blandt de mange forfattere, der ytrer sig om koncernlånets retsmæssige stilling i forhold til selvfinansieringsforbuddet, er der heller ikke bred enighed om, hvorvidt den praksis som Erhvervsstyrelsen udøver, er den rigtige. Det bemærkes eksempelvis, at

¹⁶ Udtalelse fra Erhvervsstyrelsen af den 1. februar 2002 – udtalelsen kan ses i Steffensen, Bunch, Nielsen & Booker, Transaktioner i selskaber, side 445 – 447.

¹⁷ Christensen, Selskabsloven med kommentarer, side 558.

¹⁸ Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 762.

¹⁹ Udtalelse fra erhvervsstyrelsen den 20. oktober 2002.

²⁰ Erhvervsstyrelsens anbringender i sagen for Erhvervsankenævnet med afsagt kendelse den 16. juni 2014.

det må være formålet med det pågældende lån, der skal lægges til grund for vurderingen af, hvorvidt lånet har været en del af den oprindelige finansieringsplan, hvis det skal kunne anses som værende i strid med selvfinansieringsforbuddet.²¹ Denne sondring tilsluttes endda, men dog med yderligere tilføjelse af, at der ikke kan tales om opfyldelse af det såkaldte forbindelseskrav (mellem opkøb og efterfølgende lån), hvis ikke koncerndlånet var en del af den udarbejdede finansieringsplan. Herudover gives der udtryk for, at der ikke synes at kunne udledes en rød tråd mellem den praksis som Erhvervsstyrelsen udøver og på den anden side selskabslovens forskrifter. Dette begrundes ud fra, at der hverken i forarbejderne til selskabsloven, eller i anerkendt administrativ praksis, synes at være hjemmel til at konkludere, at ikke planlagte transaktioner ligeledes bliver omfattet af selvfinansieringsforbuddet.²² Der skelnes også mellem de, på den ene side ulovlige, planlagte koncernlån kontra de på den anden side lovlige, ikke planlagte koncernlån.²³

På den anden side findes de debattører, der lægger sig i tråd med den af Erhvervsstyrelsen udøvede praksis. De er således af den opfattelse, at købers hensigt naturligvis skal underlægges en vis form for betydning, i forhold til vurderingen af transaktionens lovlighed, men den må ikke tillægges afgørende betydning. Det er således ikke forudsætningerne, der har ligget til grund på erhvervelsestidspunktet, der skal være det bærende argument ved vurdering af koncernlånets lovlighed.²⁴ Dette leder videre til den faktiske anvendelse af koncerndlånet.

2.3.3 Den faktiske anvendelse

På baggrund af ovenstående bliver det tredje og sidste aspekt i form af den faktiske anvendelse således afgørende for, hvorledes betragtningen som helhed skal anskues. Der hersker ingen tvivl om, at Erhvervsstyrelsen ikke tillægger hverken tidsaspekt eller hensigt nogen synderlig betydning. Det, der har relevans for dem, er anvendelsen af det givne koncernlån. Således anføres til argumentation herfor, at det er den faktiske anvendelse, der skal belyses, uanset hvor lang en tidshorisont det strækker sig over og uanfægtet om lånet ikke er indført i den foreliggende finansieringsplan. Der

²¹ Christensen, Selskabsloven med kommentarer, side 558.

²² Lund-Andersen, Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering, side 121 – 122.

²³ Werlauff, Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv., side 383 og Werlauff, Selskabsret, side 323.

²⁴ Thomsen & Kruhl, side 61 og Kruhl & Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, side 163.

er således ikke noget til hinder for at yde det efterfølgende koncernlån, når blot de overførte midler ikke anvendes til nedbringelse af akkvisitionsgælden.²⁵

Denne praksis tilsluttes de, der på samme måde som Erhvervsstyrelsen, argumenterer for, at det afgørende moment ved vurderingen af et efterfølgende koncernlåns lovlighed, skal betragtes ud fra den reelle anvendelse. Det tilføjes endvidere, at det er dispositionens endelige virke, der skal klarlægges, således udlånet ikke i sidste ende medvirker til nedbringelse af koncernens samlede fremmedfinansiering, der er opstået som led i selve overdragelsesprocessen.²⁶ Denne holdning deles dog ikke af alle, idet det pointeres, at den praksis som Erhvervsstyrelsen udøver, ikke har hjemmel i hverken selskabsloven, dens motiver, eller dens EU-retlige baggrund.²⁷

Ved betragtning af den tidsmæssige sammenhæng, intentionen og ikke mindst den reelle anvendelse af det ydede koncernlån, må det således konkluderes, at der som udgangspunkt ikke er noget til hinder for, at der ydes koncernlån som led i en overdragelsesproces. Et moderselskab kan derfor optage lån i dets datterselskaber og anvende disse til brug for erhvervelse af kapitalandele i målselskabet. Der, hvor der opstår en tvist i forhold til selvfinansieringsforbuddet er, når de givne midler direkte, eller indirekte anvendes til tilbagebetaling af den gæld, der er stiftet af moderselskabet som led i erhvervelsen. Derudover må de efterfølgende lån ikke indgå i den finansieringsplan, der blev udarbejdet i forbindelse med opkøbet. På tidspunktet for udlånet er det tillige en forudsætning at moderselskabet både har evne og vilje til at tilbagebetale lånet. Koncernlånene er således i et vist omfang begrænset af selvfinansieringsforbuddets forrang. Denne begrænsning gør, at koncernlånene er behandlet under dette kapitel, omkring de mere generelle former for virksomhedsoverdragelser og således ikke er inddraget under kapitel 6, hvor de lovlige former for efterfinansiering analyseres.

²⁵ J.nr. 2013-0036082 – Erhvervsankenævnets kendelse af 16. juni 2014.

²⁶ Steffensen, Bunch, Nielsen & Booker, Transaktioner i selskaber, side 447.

²⁷ Schaumburg-Müller & Werlauff, Selskabsloven med kommentarer, side 1.006 og Lund-Andersen, Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering, side 122

2.4 Koncernlån – cash pool ordninger

Der forekommer en helt særlig form for koncerninterne lån i kraft af de såkaldte cash pool ordninger. Hovedtanken bag cash pool ordningerne er, at der indenfor koncernen fremkommer et likviditetsstyringsredskab, der er underlagt en overordnet centraliseret styring. En af fordelene ved denne form for likviditetsstyring, mellem de koncernforbundne selskaber er, at koncernen som helhed kan optimere udnyttelsen af ikke blot selskabets egne overskudslikvider, men snarere hele den samlede likvide beholdning for koncernen som helhed. Cash pools kan således bruges til køb af kapitalandele, på niveau med almindelige koncernlån.

Hovedreglen i dansk selskabslovgivning er, at cash pool ordningerne i de tilfælde, hvor en kapitalejer, eksempelvis i form af et moderselskab, deltager i ordningen og der samtidig enten sker lån internt selskaberne imellem, eller de hæfter for hinandens forpligtelser, underlægges ordningen låneforbuddet i selskabslovens § 210. Såfremt kapitalselskabet vil undgå, at brugen af cash pool ordninger bliver betragtet som et ulovligt lån, er det væsentligt at holde sig for øje, at der skal være tale om et lån, der ydes i forlængelse af kapitalselskabets øvrige forretningsmæssige transaktioner. Såfremt dette er tilfældet, vil transaktionen blive betragtet som lovlig, da den er sket som en forretningsmæssig disposition, der ikke falder uden for kapitalselskabets øvrige transaktioner.

Det næste punkt som kapitalselskabet skal være særligt opmærksom på, er hvorvidt deltagelsen i cash pool ordningen betragtes som værende et almindeligt led i forretningsførelsen – både inden for den pågældende koncern, men også inden for branchen som helhed. Derudover skal risikoen vurderes. I tilfælde, hvor fordelene overstiger den givne risiko i forbindelse med indtræden, vil det formentlig ikke kunne betragtes som almindelige forretningsmæssige dispositioner, men det vil formentlig vurderes, at kapitalselskabet har opnået en fordel, der ikke er baseret på markedsmæssige vilkår.

Endeligt skal kapitalselskabet vurdere, hvorvidt indtrædelsen i cash poolen kan betragtes som en forsvarlig disposition. Som tidligere nævnt er det det centrale ledelsesorgan i det enkelte kapitalselskab, der er ansvarlig for, at kapitalselskabet er i besiddelse af et forsvarligt kapitalberedskab.

Er ovenstående tre problemstillinger iagttaget, vil indtrædelse i cash pool ordningen formentlig ikke blive betragtet som værende i strid med låneforbuddet i selskabslovens § 210, men derimod være undtaget i henhold til ordlyden i selskabslovens § 212 med den begrundelse, at dispositionen er foretaget som led i kapitalselskabets normale forretningsgang.

Foruden ovenstående tre punkter er det samtidig væsentligt, at kapitalselskabets indtræden i cash pool ordningen ikke sker som led i et forsøg på at omgå selskabslovens specifikke forbud mod kapitalejerlån. Dette punkt er medtaget for at hindre, at der ikke sker en u hensigtsmæssig ensidig pengestrøm ud til kapitalejerne.

2.5 Virksomhedsobligationer

Yderligere kan et kapitalselskab opnå likviditet ved udstedelse af virksomhedsobligationer. Den investor, der køber en virksomhedsobligation vil således yde kapitalselskabet et lån mod et tilsvarende afkast, der er risikotilpasset den givne obligation. Afkastets størrelse, og dermed også kapitalselskabets tilbagebetaling af lånet, er således afhængig af, hvor mange og eventuelt hvor store risici, der er forbundet med virksomhedens fortsatte drift. Det, at kapitalselskabet vælger at udstede obligationer fremfor aktier, har den betydning, at investoren ikke køber sig indflydelse i kapitalselskabet, men udelukkende stiller likviditet til rådighed. Investoren har således ikke indflydelse på, hvorledes lånet anvendes i kapitalselskabets drift. Ved udstedelse af virksomhedsobligationer er det dermed væsentligt, at kapitalselskabets ledelse er opmærksom på investorenes forventninger til afkastet, der er forbundet med den pågældende investering.

Ved at anvende virksomhedsobligationer, bliver kapitalselskabet i mere, eller mindre grad uafhængig af pengeinstitutterne og har samtidig mulighed for, at finansieringen forløber over en længere periode. Derimod er der også den ulempe ved virksomhedsobligationerne, frem for den almindelige bankfinansiering, at obligationsfinansiering ofte er knap så fleksibel som bankfinansieringen. Kapitalselskabet er således bundet i den fastlagte løbetid, uanset om der er et reelt finansieringsbehov, eller ej.

I de situationer, hvor det påtænkes at foretage køb ved brug af virksomhedsobligationer, er det vigtigt at få påpeget, at der også på dette område forekommer flere for-

mer for ”lån”. Udstedelse af virksomhedsobligationer kan således ske ved forskellige former for bagvedliggende låneaftaler, der ikke nødvendigvis er sikret på samme vis ved en eventuel konkurs. I denne sammenhæng kan der således drages en parallel til konkursordenen og dennes hierarki.

Udgangspunktet ved anvendelse af virksomhedsobligationer er, at der til trods for udstedelse af typisk flere tusinde gældsbreve, så vil der fortsat være tale om en simpel kreditor. Brugen af dette redskab medfører således ikke, at den, der køber de udstedte virksomhedsobligationer vinder indpas over kapital selskabets øvrige kreditorer ved en eventuel konkurs. Uanset at ovenstående er at betragte som udgangspunktet ved brug af virksomhedsobligationer som finansieringsform, er der ikke noget til hinder for, at der fraviges herfra ved aftale.

Det er således muligt at stille en obligationsejer bedre i forhold til konkursordenens rang, ligesom det tilsvarende vil være muligt at stille en obligationsejer dårligere i forhold til den samlede kreditormasse. Dette afhænger alt sammen af, hvorledes lånet er sikret. Ligesom realkreditsobligationer er sikret i form af pant i fast ejendom, er det tillige muligt at sikre virksomhedsobligationer ved pant i hele, eller dele af kapital selskabets aktivmasse. Ved misligholdelse af den indgåede låneaftale vil obligationsejeren således være berettiget til at gøre krav på pantet og efterfølgende anvende det til indfrielse af fordringen. Denne form for virksomhedsobligationer betegnes som foranstillede krav – også benævnt *covered bonds* - i kraft af deres sikring gennem pant. Som ordet *foranstillede* indikerer, så medfører denne form for lån, at de er hævet over de simple kreditorer. Denne form for lån må formodes at medføre en lavere rente og samtidig et mindre afkast, grundet begrænsningen af den risiko som obligationsejeren løber herved.²⁸

Er der omvendt tale om en kreditor, der mod at få en højere rente, er villig til at løbe en større risiko, er der ligeledes ikke noget til hinder herfor. I forbindelse med obligationsudstedelsen vil det således blive noteret, at der for disse obligationer gælder, at de ved konkurs efterstilles de almindelige kreditorer – også benævnt *subordinated debt*. Dette medfører, at der nu ikke længere er tale om et simpelt krav ved en even-

²⁸ Espersen, Virksomhedsobligationer ved konkurs.

tuel konkurs, men derimod et efterstillet krav, hvormed der først sker fyldestgørelse til allersidst.²⁹

Ved anvendelse af virksomhedsobligationer som finansieringsform, er der således mange parametre, der skal vurderes på. Her gælder både konkursordenen samt valg af obligationstype.

2.6 Egne aktier

Der forekommer endvidere den mulighed, at et kapitalselskab kan opkøbe egne aktier som led i hel, eller delvis finansiering af en eventuel virksomhedsoverdragelse. Her vil selskabets beholdning af egne aktier kunne fungere som betalingsmiddel i opkøbs-situationen. Denne betalingsform er særlig fordelagtig i de situationer, hvor de nuværende ejere skaber værdi for den virksomhed, der ønskes opkøbt. Der kan således være fordele ved, at de nuværende ejere bibeholder tilknytning til kapitalselskabet, til trods for overtagelsen.

En anden fordel ved anvendelse af egne aktier som betalingsmiddel ved en virksomhedsoverdragelse er, at kapitalselskabet vil kunne undgå at foretage en kapitalnedsættelse, idet kapitalandelene er bibeholdt indenfor selskabets egne rækker. Tilsvarende vil det købende kapitalselskab kunne minimere, eller måske helt undgå brugen af fremmedfinansiering og dermed undgå en eventuel stor fremtidig likviditetsbelastning i form af renter og afdrag.

Som led i erhvervelsen af egne aktier er det væsentligt at være opmærksom på selskabslovens § 197, der fastslår, at egne aktier udelukkende kan ydes i et sådant omfang, at det kan rummes indenfor kapitalselskabets frie reserver og tilsvarende med midler, der kan anvendes til udlodning af ordinært udbytte i henhold til selskabslovens § 180, stk. 2.

Finansieringsmulighederne ved majoritetsopkøb er således mange, hvormed der må foretages en individuel vurdering ved hvert enkelt tilfælde, på baggrund af de involverede parter kapitaliseringsstrukturer. For nogle kapitalselskaber vil gælde, at de er ”slanket” på en sådan måde, at der ikke er megen overskudslikviditet heri. Ved majo-

²⁹ Espersen, Virksomhedsobligationer ved konkurs.

ritetsopkøb vil de, ud fra en alt andet lige betragtning, være nødsaget til at skulle skaffe likviditet udefra, enten i form af koncernlån, banklån, eller lignende. Andre kapital-selskaber – herunder specielt holdingselskaber - vil omvendt og oftest være kendetegnet ved, at der forekommer en del overskudslikviditet, hvormed der ikke givetvis er foretaget samme tilpasning af kapitalstrukturen i disse. Dette skal ses ud fra en risikobetragtning i selskabsregi, såvel som en optimering af kapitalejerens privatøkonomi. Det vil i denne henseende formodes, at der ikke givetvis skal ske tilførsel af kapital, men at kapital-selskabet selv besidder tilstrækkelige midler, til brug for opkøbet. Der forekommer således ikke et entydigt svar, ved valg af den mest optimale finansieringsform som led i et majoritetsopkøb.

3. SKIFTENDE LOVGIVNING

3.1 Historik selvfinansiering

Forbuddet mod selvfinansiering i dansk selskabsret har ikke altid været nedskrevet i hverken aktie-, eller anpartsselskabsloven. Første gang begrebet blev foreslået indført i dansk ret, var tilbage i 1964 i betænkning nr. 362. Grundet den nære sammenhæng, der trods alt må siges at være mellem selvfinansieringsbegrebet og aktionærlånet, blev der i forlængelse af paragrafferne omkring udlån til aktionærer mv. stillet forslag om at indføre § 47 med nedenstående ordlyd:

*”Et aktieselskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller i et selskab, som ejer mere end halvdelen af dets kapital”.*³⁰

Det bemærkes, at der i ovenstående formulering udelukkende opstår et forbud mod at yde lån, hvilket må siges at være en væsentlig tyndere formulering af selvfinansieringsforbuddet, end den vi kender fra i dag. Ved yderligere kig på betænkning nr. 362, fra 1964, fremgår det dog af § 48, at det foruden at yde lån, heller ikke tillades at stille sikkerhed.³¹

Hensigten med denne tilføjelse til dagældende lovgivning var umiddelbart at bremse de lån, der synes at blive ydet mellem et kapital-selskab og en hovedaktionær, på be-

³⁰ Betænkning nr. 362/1964 om revision af aktielovgivningen, side 35.

³¹ Ibid., side 35.

kostning af kapitalselskabets kreditorer, såvel som minoritetsaktionærer. Hovedmotivet bag henholdsvis §§ 47 og 48 i denne betænkning, har således været at sikre disse mod potentielle tab, i forlængelse af selve lånetransaktionen. Sidst, men ikke mindst, var en tilsvarende restriktion at finde i Companies Act sect. 54, hvilket ligeledes blev anvendt som argumentation, i forhold til at få det ønskede forbud indført i aktieselskabsloven.³²

I første omgang blev ovenstående lovforslag dog ikke vedtaget, hvorefter det igen blev bragt på bane i forbindelse med betænkningen til udarbejdelsen af en fællesnordisk aktieselskabslovgivning i 1969. Her fremgår det allerede i betænkningens indledning, at §§ 47 og 48 fra udkastet tilbage i 1964, er medtaget på ny. Denne gang i sammenskrevet form i udkastets § 115, stk. 4.³³ Forbuddet mod selvfinansiering har i udkastet fra 1969 fået følgende ordlyd:

*”Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller dets moderselskab. Ej heller må selskabet stille sikkerhed i forbindelse med en sådan erhvervelse”.*³⁴

Denne gang præciseres det i betænkningens noter, at der i ovenstående formulering er tale om en dansk særregel, der konkret refererer til de situationer, hvor eksempelvis et holdingselskab, ved hjælp af fremmedfinansiering, erhverver alle aktierne i et selskab, for efterfølgende at indfri det opnåede lån, ved brug af det erhvervede selskabs egne midler. Der argumenteres endvidere for, at forbuddet mod denne transaktion er blevet mere relevant, set i kølvandet på den såkaldte ”Boss” sag.³⁵ Denne gang blev forbuddet vedtaget, gældende for både aktie- og anpartsselskaber, i kraft af henholdsvis lov nr. 370 af 13. juni 1973 og lov nr. 371 tilsvarende af 13. juni 1973. For aktieselskaberne var forbuddet at finde i § 115, stk. 4, mens det for anpartsselskaberne, blev indført i form af § 84, stk. 4.

Selvfinansieringsforbuddet blev ved lovændringerne i 1982³⁶ udvidet til også at gælde forbud mod at stille midler til rådighed. I forlængelse heraf blev den danske lovtekst tilpasset, således den lændede sig op af teksten i kapitaldirektivet og var efterfølgende

³² Betænkning nr. 362/1964 om revision af aktielovgivningen., side 131.

³³ Betænkning nr. 540/1969, side 10.

³⁴ Ibid., side 39.

³⁵ Ibid, side 159.

³⁶ Lov nr. 282 og 283 af 9. juni 1982.

at finde i henholdsvis aktieselskabslovens § 115, stk. 2 og i anpartsselskabslovens § 84, stk. 2. Ordlyden blev herefter som følger:

”Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anparter i dets moderselskab. Et selskab må heller ikke stille midler til rådighed eller sikkerhed i forbindelse med sådan erhvervelse”.

I bemærkningerne til den nye aktieselskabslov, anno 1982, blev det fra ministerens side bemærket, at der med lovforslagene var to hovedformål. Det første mål hermed var at effektuere henholdsvis 2. og 3. selskabsretlige direktiv. Yderligere har der fra lovgivers side, været ønske om at ændre selskabslovgivningen på baggrund af tidligere års erfaringer.³⁷ Umiddelbart er der dog ikke noget der tyder på, at lige netop forbuddet omkring selvfinansiering har været et specifikt fremhævet område, hvormed ændringerne herom formentlig udelukkende ønskes foretaget i forsøg på tilpasning til det EU-baserede direktiv. Dette har medført, at der i den danske lovtæst i forhold til aktieselskabsloven fra 1973 er tilføjet *stille midler til rådighed*, hvormed den danske lovtæst er forsøgt tilpasset i forhold til kapitaldirektivets daværende artikel 25.

”Forsøgt tilpasset”, da der tidligere har været en ret heftig debat i tilknytning til fortolkningen af den danske oversættelse: *stille midler til rådighed*. Det engelske modstykke til den danske fortolkning er *advance funds*, der snarere bør oversættes som ”give forskud”. Den danske oversættelse kommer således til at fremstå mere restriktiv end den umiddelbare, reelle hensigt med formuleringen i EU-direktivet. Det formodes dog, at hensigten udelukkende har været at lægge sig så meget op af det EU-retlige direktiv som muligt, hvormed tolkningen heraf må være, at det ikke er legalt at *yde forskud* i forbindelse med finansiering af køb af aktier, eller anparter.³⁸

I EU-retlig henseende blev selvfinansieringsforbuddet indført i kraft af Rådets Andet Direktiv fra december 1976. Bevæggrundene herfor var at få nedskrevet fælles retningslinjer for medlemsstaterne i relief til selskabets kapital. Ved at opstille forskellige barrierer til at mindske uhensigtsmæssige udtræk fra selskabet, synes selskabets kreditorer at være beskyttet på betryggende vis, hvilket må antages at være hele essensen

³⁷ Folketingstidende 1981-82, tillæg F, spalte 2315.

³⁸ Kruhl & Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, side 153.

bag vedtagelsen af dette direktiv.³⁹ Selve forbuddet mod selvfinansiering blev indskrevet i daværende artikel 25, med nedenstående ordlyd i den danske oversættelse:

*”Et selskab må hverken stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed med henblik på tredjemand’s erhvervelse af dets aktier”.*⁴⁰

3.1.1 Baggrunden for lempelse af selvfinansieringsforbuddet

Den indskrænkede og ikke mindst stramme regulering, der opstod i kølvandet på vedtagelsen af det andet selskabsdirektiv, har gennem en lang årrække været underlagt en skarp kritik. En kritik der var delt blandt både teoretikere og praktikere i national, såvel som international henseende. På den ene side gives der udtryk for, at det absolutte forbud mod selvfinansiering, der er nedskrevet i kapitaldirektivets artikel 23, direkte er til hinder for ligefrem gavnlige transaktioner for kapitalsekskaberne. Endvidere påpeges det, at den tidligere nævnte beskyttelse af kapitalsekskabets kreditorer og minoritetsaktionærer, må betragtes som værende restringeret, da risikoen ved selvfinansiering ligeledes er at finde, i enhver anden form for uhensigtsmæssig håndtering af kapitalsekskabets midler.⁴¹

Kommissionen nedsatte i forsommeren 1996 en arbejdsgruppe, der skulle analysere, hvorledes lovgivningen, omhandlende det indre marked, kunne undergå en forenkling til gavn for økonomiske, såvel som konkurrencemæssige, forhold for erhvervslivet på tværs af landegrænser. SLIM-arbejdsgruppen nåede i den sammenhæng frem til, at Kommissionen givetvis kunne drage nytte af at korrigere selvfinansieringsforbuddet, således der ikke længere skulle være tale om et absolut forbud mod økonomisk bistand i forbindelse med tredjemand’s erhvervelse af kapitalandele i sekskabet selv, men derimod et minimumsdirektiv. De fremlagde endvidere to muligheder for, hvorledes denne radikale ændring kunne implementeres.

Første alternativ var at tillade selvfinansiering i det omfang, det kunne rummes inden for kapitalsekskabets frie reserver. Dette begrundes med, at disse jo i forvejen ikke er sikre for sekskabets kreditorer, da de i henhold til øvrig sekskabslovgivning lovligt kan trækkes ud af kapitalsekskabet på andre måder, eksempelvis i form af udbytte. Andet

³⁹ Præambelen til Rådets Andet Direktiv af 13. december 1976 (77/91/EØF)

⁴⁰ Rådets Andet Direktiv af 13. december 1976 (77/91/EØF), Artikel 23

⁴¹ Lowry, The Prohibition against Financial Assistance: Constructing a Rational Response.

alternativ var, at selvfinansieringsforbuddet udelukkende skulle gælde ved tegning af nye aktier. På denne måde ville det stå i relief til det allerede eksisterende forbud omkring et kapitalselskabs tegning af egne aktier.

I 2001 nedsatte Kommissionen endvidere HLG gruppen⁴² med det formål, at denne ekspertgruppe skulle yde Kommissionen rådgivningsbistand i forbindelse med moderniseringen af selskabsretten i EU-regi. De nåede i deres arbejde frem til den konklusion, at fokus burde flyttes fra kreditor- og minoritetsaktionærsbeskyttelse til i stedet at sikre optimale vilkår for velfungerende virksomheder.⁴³ Denne gruppes arbejde mundede også ud i den konklusion, at der ikke vil skabes en øget risiko ved at tillade selvfinansiering indenfor kapitalselskabets frie reserver.

Det første forslag som HLG fremlagde, var i tråd med de foranstaltninger, der allerede var på området omkring kapitalbevarelsen og ikke mindst beskyttelsen heraf i selskabet. Der blev således lagt op til, at selvfinansiering blev tilladt, såfremt det kunne rummes indenfor selskabets frie reserver. Dette forslag blev i litterære sammenhænge betegnet som SLIM-plus, da det var bygget op omkring grundprincipperne i det af SLIM fremsatte forslag, med tillæg af en række yderligere betingelser.

Andet forslag lagde op til, at kravet omkring lovpligtig selskabskapital helt skulle fraviges. Dette ville medføre, at der ikke ville være brug for et decideret selvfinansieringsforbud. Såfremt målselskabet var i stand til at yde selvfinansiering uden at komme i konflikt med selskabsrettens øvrige regelsæt, ville der ikke være noget til hinder herfor.

Sidste forslag fra HLG lagde igen op til, at kravet om lovpligtig selskabskapital helt skulle fjernes. Her blev der til gengæld opstillet krav om, at et selskabs aktionærer aktivt skulle godkende givne dispositioner som bestyrelsen ønskede foretaget. Dette skulle sikre en opretholdelse af styrkefoldet mellem aktionærene og den valgte bestyrelse. Ved denne form for kontrol ville selskabets aktionærer fortsat være underlagt en form for beskyttelse, mod uventet kapitalafgang, da en sådan beslutning ikke ville kunne træffes uden deres godkendelse. Ved kig på kreditorerne, og beskyttelsen heraf, ville denne fortsat være der. Denne gang i kraft af, at der ved kapitalafgang, mel-

⁴² The High Level Group of Company Law Experts

⁴³ A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, side 29.

lem selskabet og dets aktionærer, ville skulle foretages en solvenstest. Såfremt denne ikke indikerede faresignaler ved den påtænkte transaktion – og denne i øvrigt opfyldte selskabsrettens øvrige bestemmelser – var der ikke noget til hinder for, at en sådan transaktion blev gennemført. Et egentligt selvfinansieringsforbud ville således ikke længere være påkrævet.⁴⁴

I første rapport fra HLG blev det således foreslået, at første skridt mod en mere tidsmæssig lovgivning på dette område, ville være at indføre SLIM-plus modellen og så efterfølgende foretage yderligere modernisering heraf. På sigt blev der stillet forslag om en mere gennemgribende ændring af kapitalreglerne for selskaberne, hvorved det synes at være hensigtsmæssigt at indføre forslag tre, der er beskrevet ovenfor. Dette vil medføre en decideret ændring i selskabslovgivningen ved en eventuel fjernelse af kapitalkravet. Endvidere vil det medføre, at et direkte forbud mod selvfinansiering ikke længere ville være påkrævet i direktivet, da dette ville være underlagt selskabslovgivningens gængse bestemmelser.

På baggrund af den af HLG udfærdigede rapport, udarbejdede Kommissionen en handlingsplan rettet mod henholdsvis Rådet og Parlamentet. Af denne handlingsplan fremgår det, at Kommissionen påskønner anbefalingen fra HLG omhandlende den ønskede modernisering af netop reglerne omkring selvfinansiering. Det bemærkes endvidere, at Kommissionen var af den overbevisning, at det vil være muligt at lempe det absolutte forbud omkring selvfinansiering, uden dette vil medføre en forringelse af aktionærernes-, såvel som kreditorernes beskyttelse.⁴⁵

Ovenstående dannede efterfølgende baggrund for et reelt forslag til ændring af kapitaldirektivet.⁴⁶ Den primære essens i Kommissionens oplæg til et ændringsdirektiv var, foruden effektivisering af kapital-selskabernes konkurrenceevne, samtidig at lette kapitalrelaterede foranstaltninger for aktieselskaber. Alt dette uden at forringe den ønskede beskyttelse af kreditorerne og minoritetsaktionærerne. Der var således lagt op til, at ændringsdirektivet skulle tillade selvfinansiering, forudsat at nærmere beskrevne vilkår var overholdt. Den væsentligste pointe, der gik igen fra de tidligere

⁴⁴ De 3 forslag er behandlet af Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, side 183-184.

⁴⁵ Meddelelse fra kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet – Om modernisering af selskabsretten og forbedret virksomhedsledelse i Den Europæiske Union – vejen frem KOM (2003) 284, pkt. 3.2.

⁴⁶ Forslag til Europa-Parlamentet og Rådets direktiv om ændring af Rådets direktiv 77/91/EØF, for så vidt angår stiftelse af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital KOM (2004) 730.

nedsatte arbejdsgrupper var, at selvfinansieringen skulle kunne rummes indenfor kapital-selskabets frie reserver. Herforuden blev der i forslaget til ændringsdirektivet tilføjet en række yderligere betingelser, der ikke tidligere var blevet påberåbt i arbejdsgrupperne. Første betingelse var, at selvfinansieringen skulle foretages på initiativ fra kapital-selskabets bestyrelse, eller direktion. Endvidere vil det være ledelsesorganets ansvar, at betingelserne er opfyldt, ligesom indbringende forslag omkring anvendelse af selvfinansiering vil skulle godkendes på kapital-selskabets generalforsamling. Selvfinansieringen skal endvidere ske på markedsvilkår og på baggrund af en foretaget kreditvurdering af tredjemand. Yderligere blev der stillet krav om, at et kapital-selskab i en femårig periode efter selvfinansieringen skulle være i stand til at opretholde likviditet og solvens, illustreret i en detaljeret pengestrømsopgørelse over perioden. Ligeledes må der ikke, i medfør af selvfinansieringen, ske det, at kapital-selskabets nettoaktiver bringes under minimumskapitalen.

Ved kig på den endelige vedtagelse af ændringsdirektivet tilbage i 2006 ses det, at praktisk talt samtlige betingelser fra det endelige udkast fra Kommissionen går igen. Enkelte passager er dog undladt – enten fordi de synes at være for svage, eller uklare i deres formuleringer. Kravet omkring, at selvfinansiering udelukkende kunne ske på bestyrelsens eller direktionens foranledning er udeladt, da det synes at være for svag en formulering og derfor snarere må være at betragte som et eksempel.⁴⁷ Derudover er kravet til en femårig pengestrøm, til dokumentation for fremtidig likviditet og solvens ligeledes ikke videreført til det endelige ændringsdirektiv. Et af argumenterne for at udelade denne del, skal findes i at en sådan pengestrøm for det første er ret omkostningstung, men derudover er den også behæftet med en væsentlig usikkerhed, hvormed der kan stilles spørgsmålstejn ved pålideligheden heraf. Det, at der ses bort fra denne betingelse, er dog ikke ensbetydende med, at det centrale ledelsesorgan ikke skal forholde sig til, hvorledes ydelsen af selvfinansieringen vil påvirke kapital-selskabets fremtidige likviditet. Der skal fortsat udarbejdes en vurdering af de risici som transaktionen vil kunne medføre. Ændringen slår således hovedsageligt igennem på perioden, da denne ikke længere er fastlagt ved lov.

⁴⁷ Jævnfør Det Europæiske Økonomiske og Sociale udvalgs udtalelse om Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af Rådets direktiv 77/91/EØF, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital – EØSU/2005/843.

Ovenstående har således ført til det endelige ændringsdirektiv, der blev vedtaget den 6. september 2006, hvorefter medlemsstaterne har fået mulighed for at tilpasse de nationale regler omkring selvfinansiering. Det er, for medlemsstaterne, ikke tilladt at foretage yderligere lempelse end dem, der er foreskrevet i ændringsdirektivet. I forlængelse heraf synes det væsentligt at bemærke, at præambelen til dette ændringsdirektiv indeholder en hensigtserklæring om, at der på sigt fortsat bør overvejes en mere elementær ændring – givetvis mere i retning af amerikanske tilstande, hvor fokus vil være på opretholdelse af en given solvensgrad snarere end en minimumskapital.⁴⁸

3.1.2 Lempelse af selvfinansieringsforbuddet i dansk ret

I umiddelbar forlængelse af vedtagelsen af ovenstående ændringsdirektiv, blev der i oktober 2006, nedsat et udvalg til modernisering af den nationale selskabsret. Udvalget til Modernisering af Selskabsrettens hovedformål var at sikre fortrinlige rammevilkår for danske kapitalselskaber. Vilkår, der skulle følge af en mere tydeliggjort og strømlinet lovgivning, der relativt nemt ville kunne efterkommes af danske virksomheder. Udvalgets anstrengelser resulterede i Betænkning nr. 1498/2008 ”Modernisering af selskabsretten”, der dannede baggrund for det vi i dag kender som selskabsloven.

I udvalgets betænkning er det væsentligt at fremhæve, at der ytres ønske om, at Danmark bør gå i den internationale selskabslovgivnings fodspor og dermed lempe det absolutte forbud mod brug af selvfinansiering. Der argumenteres blandt andet for, at der set i lyset af behov for strukturtilpasning, kan forekomme situationer, hvor det vil være i selskabets interesse at bistå med finansieringen.⁴⁹ Ved implementering af de mere lempelige regler omkring selvfinansiering, fandt moderniseringsudvalget, at der ville forekomme en udvidet fleksibilitet mellem kapitalselskabet og dets aktionærer, der blot ikke måtte finde sted på bekostning af kreditorer og eventuelle minoritetsaktionærer.⁵⁰ Fra moderniseringsudvalgets side blev der desuden argumenteret for, at der ikke burde ske en overimplementering af retsakter fra EU-lovgivningen,

⁴⁸ Jævnfør Det Europæiske Økonomiske og Sociale udvalgs udtalelse om Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af Rådets direktiv 77/91/EØF, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital – EØSU/2005/843.

⁴⁹ Modernisering af selskabsretten, side 1021.

⁵⁰ Ibid., side 519.

medmindre tungtvejende hensyn talte herfor.⁵¹ Til trods for denne bemærkning blev det alligevel fra udvalgets side besluttet, at også anpartsselskaberne skulle være omfattet af ændringen af regelsættet omkring selvfinansiering.⁵²

Ved vedtagelsen af selskabsloven den 29. maj 2009 blev lempelsen af det hidtidige absolutte forbud mod selvfinansiering i dansk selskabsret en realitet. Udgangspunktet i gældende ret er dog fortsat et forbud mod selvfinansiering i henhold til selskabslovens § 206, stk. 1. Lempelsen ligger i, at det for kapitalselskaber nu er muligt at anvende selvfinansiering, når nærmere og ufravigelige betingelser er opfyldt, jf. selskabslovens § 206, stk. 2.

3.2 Historik kapitalejrlån

3.2.1 Kapitalejerlån før 1982

Ved kig på historiske aktieselskaber før 1952, forefindes der ikke et direkte forbud mod udlån til et selskabs aktionærer. Til trods for den manglende direkte restriktion, var den gængse opfattelse også dengang, at udlån til aktionærer ikke var en lovlig transaktion. Dette kom blandt andet til udtryk i en Vestre Landsrets sag fra 1951,⁵³ hvor en hovedaktionær havde nedsat aktiekapitalen fra DKK 10.000 til DKK 5.633,14 uden samtykke fra handelsministeriet og samtidig optaget et lån i selskabet på DKK 4.439,36. Der henvises i domsafgørelsen til aktieselskabslovens § 35, der fastsætter minimumskapitalen for aktieselskaber. Denne minimumskapital er og var indført i loven for at sikre selskabets kreditorer og aktionærer mod tab. Fysiske personer, såvel som juridiske enheder, der vælger at kontrahere med det pågældende selskab, skal således kunne føle en vis grad af sikkerhed herved, i form af den lovpligtige minimumskapital. Ved en kapitalnedsættelse er der således visse lovmæssige foranstaltninger, der nødvendigvis må foretages ved fortsat sikring af selskabets aktionærer samt kreditorer. Det, at et selskab yder lån til dets aktionærer, eller bestyrelsesmedlemmer, kan medføre miskredit i forhold til den ønskede sikkerhed. Den umiddelbare holdning er, at et lån til en aktionær ikke underlægges samme strenge vurdering som tilfældet ville være ved et tilsvarende lån, ydet til en ekstern part. Vestre Landsret

⁵¹ Modernisering af selskabsretten, side 518.

⁵² Kapitaldirektivets artikel 1 foreskriver, at der i Danmark kun er tale om aktieselskaber.

⁵³ Dommen blev anket til Højesteret, hvor der blev afsagt dom i 1952 – U.1952.30H.

lægger således til grund for sin dom, at lånet i dette konkrete tilfælde kan fremstå som en omgåelse af lovens regler, hvormed transaktionen må være at betragte som ulovlig – dette til trods for, at der ikke umiddelbart er lidt noget tab. Et lån til et selskabs aktionær, kan således umiddelbart sammenlignes med en ulovlig kapitalnedsættelse, hvormed transaktionen er at betragte som ulovlig, på trods af, at handlingen ikke direkte kan udledes af lovens forskrifter.

I forlængelse af den første egentlige modernisering af aktieselskabsloven, tilbage i 1952, blev der således indført et konkret forbud mod udlån til et selskabs aktionærer. Et folketingsudvalg nåede, i forbindelse med revisionen af aktieselskabslovens manglende forbud mod udlån til aktionærer med videre, frem til, at det umiddelbart ville være mest hensigtsmæssigt at indføre en bestemmelse herom. Denne skulle som udgangspunkt kun gælde for ikke børsnoterede selskaber, da det fandtes at disse var mere udsatte. I lovbekendtgørelse 1952-06-07 nr. 232 blev der sondret mellem 3 kategorier af selskaber – nærmere betegnet de børsnoterede, de ikke børsnoterede og forsikrings- og bankaktieselskaber. Som tidligere nævnt kom det egentlige forbud mod udlån til aktionærer, bestyrelses- og direktionsmedlemmer, kun til at gælde for de ikke børsnoterede selskaber.

Denne sondring blev fjernet i forbindelse med lovændringerne i 1973, hvorefter udlån til et selskabs aktionærer, bestyrelses- og direktionsmedlemmer ikke umiddelbart blev anset som en lovlig transaktion, uanset om et selskab var børsnoteret, eller ej. Såfremt det pågældende kapitaludtræk skulle anses som en lovlig disposition, blev der opstillet konkrete punkter, der skulle være overholdt. For det første skulle der for lånet foreligge betryggende sikkerhed. Derudover måtte et lån kun ydes i de situationer, hvor det kunne rummes indenfor selskabets frie reserver. Ved indførelsen af den nye aktieselskabslov i 1973 blev der endvidere sondret mellem lån og sikkerhedsstillelser i forhold til aktionærer mv. samt lån og sikkerhedsstillelser i relation til et moderselskab. Udlån og sikkerhedsstillelser overfor et moderselskab og dets forpligtelser var således ikke underlagt forbuddet.⁵⁴

⁵⁴ Jævnfør aktieselskabslovens § 115, stk. 3.

3.2.2 Kapitalejerlån efter 1982

I 1982 blev kravene til aktionærlånene mv. yderligere skærpet, da det nu ikke længere skulle være muligt at yde disse, til trods for en betryggende sikkerhed. Denne praksisændring skulle ses i lyset af de mange uheldige situationer, hvor et selskabs aktionærer gennem optagelse af lån, reelt set tømte de respektive selskaber for kapital. Lånene blev optaget uden egentlige rente- og afdragsvilkår, hvormed kapitalen reelt set havde forladt selskabet på en uhensigtsmæssig måde, hvilket stillede medarbejdere og minoritetsaktionærer dårligere, end tilfældet var ved den øvrige dagældende lovgivning.⁵⁵ Endvidere var det nu heller ikke længere legalt at yde lån til en nærtstående person.⁵⁶ Det blev yderligere besluttet, at indsætte § 115 a, hvori undtagelserne til forbuddet mod udlån bliver opremset. Det gældte således fortsat, at lån til moderselskab var undtaget fra forbuddet. Det samme gældte for anskaffelse ”*af aktier af eller til arbejdstagerne i selskabet eller i et datterselskab*”.⁵⁷

Samlet set kan det således konkluderes, at der før lovændringen i 1982 har været lidt skiftende praksis på området for kapitalejerlån. Til at starte med var der tale om et forbud, der ikke var indskrevet i loven, men til trods herfor fortsat blev betragtet som værende en ulovlig transaktion. Da forbuddet i 1952 blev indført i aktieselskabsloven, var det i en skærpet version, hvor forbuddet kun skulle gælde lån i ikke børsnoterede selskaber, og vel at mærke lån, hvor der ikke var stillet betryggende sikkerhed. I sidste ende har det hele dog medført et mere generelt forbud, hvor det kun er lån og sikkerhedsstillelse over for et moderselskab samt medarbejdere, der accepteres. Endvidere gør forbuddet sig ikke længere kun gældende for de ikke-børsnoterede selskaber. Helt grundlæggende blev forbuddet mod ydelse af lån til et kapital-selskabs ledelsesmedlemmer og aktionærer mv. gjort ulovlige, ud fra en betragtning om, at det ikke skulle være muligt at yde lån, der ikke var underlagt gængse markedsvilkår, for derigennem at tømme et kapital-selskab for likviditet, til skade for dets kreditorer. Yderligere skulle det ikke være muligt at foretage kapitaludtræk uden nogen form for beskatning heraf.

⁵⁵ LFB 1981-82.2.119

⁵⁶ L 1982-06-09 nr. 282, § 115 stk. 1: ”Et selskab må heller ikke yde lån til eller stille sikkerhed for den, der er knyttet til en person, som er omfattet af 1. pkt., ved ægteskab eller ved slægtskab i ret op- eller nedstigende linje, eller som på anden måde står den pågældende særligt nær”.

⁵⁷ L 1982-06-09 nr. 282, § 115 a, stk. 2, 1. pkt.

Ved vedtagelsen af selskabsloven tilbage i maj 2009 blev forbuddet mod udlån til et selskabs kapitalejere, bestyrelses- og ledelsesmedlemmer samt nærtstående videreført. Dette til trods for, at der i forbindelse med bearbejdningen af den bagvedliggende betænkning⁵⁸ var flertal for en liberalisering af forbuddet. Et forbud, der primært er opstået som værn mod tabslidende kreditorer og minoritetsaktionærer, forårsaget af lån, bevilliget til et kapitalselskabs majoritetsaktionær, ledelse mv. Derforuden har der været incitament til, at det ikke skulle være muligt for kapitalejere mv. at foretage kapitaludtræk uden nogen form for skattebetaling. Ved at tillade lån til aktionærer mv. er der øget risiko for, at kapitalselskabets midler trækkes ud som lån, i stedet for løn, eller udbytte, hvilket i værste fald vil medføre manglende indtægt i statskassen, da beskatningen i så fald vil kunne udskydes på ubestemt tid. Det endegyldige argument for, at forslaget omkring lovgivningen af kapitalejerlånene i sidste ende forkastes, synes at skulle findes i den verdensomspændende finanskrisen, der som bekendt også har gjort sit indtog i Danmark. Der er således lagt vægt på, at der i national henseende bør fokuseres på de sikre rammer. Endvidere er der lagt stor vægt på at sikre, at indførelsen af selskabsloven tilgodeser kreditorerne, selskabsdeltagerne og andre interessenter, hvormed det ikke på daværende tidspunkt synes forsvarligt at åbne op for en lovgivning af kapitalejerlån.

Bevæggrundene for en lovgivning af lån til kapitalejere mv. skal blandt andet findes i, at forbuddet alene har national oprindelse og således ikke baserer sig på international praksis. Øvrige lande, der således ikke praktiserer et lignende forbud, har til hinder for misbrug, indført diverse forbehold, der skal overholdes i forbindelse med at lånet ydes. Der synes således ikke at være noget til hinder for, at et kapitalselskab kan anvende de frie reserver til udlån til ledelsen, ejerkredsen mv., såfremt betingelserne for lovlig selvfinansiering er iagttaget. Udvalget fandt således, at betingelserne for lovlig selvfinansiering ligeledes ville medføre sikring af kapitalselskabets kreditorer mv. i de situationer, hvor der ydes lån frem for selvfinansiering, idet de midler der kan anvendes til brug herfor, ligeså godt kunne forlade kapitalselskabet på anden vis - eksempelvis i form af udbytte. Flertallet ønskede ikke yderligere betingelser tilføjet regelsættet til brug for lån, der ydes til kapitalejer mv. Der blev dog stillet forslag om, at såfremt et kapitalselskab yder et sådant lån, ville det skulle fremstå tydeligt af den

⁵⁸ Modernisering af selskabsretten.

af kapitalselskabet aflagte årsrapport. Oplysninger omkring rente- og afdragsvilkår ville således skulle oplyses, hvormed der ville forekomme åbenhed omkring lånet. Det blev endvidere, fra flertallet af udvalgets side foreslået, at ledelsen ved lovgivningen af kapitalejerlånene, skulle være underlagt det almene ledelsesansvar.

Mindretallet i denne henseende argumenterede for, at der ikke burde ændres ved det allerede indførte forbud mod ydelse af kapitalejerlån. Dog fandt de det acceptabelt at lovgivning dem, såfremt der var tale om lån, der syntes at være erhvervsmæssigt begrundede. Dette understøttedes af en teori om, at lån til fysiske personer hovedsageligt ikke kunne anses som værende erhvervsmæssigt begrundede, hvormed risikoen for, at der ydes lån til en aktionær, eller til dennes privatforbrug syntes begrænset.

I forbindelse med selskabslovens vedtagelse i 2009, blev det fra skatteministeriets side bemærket, at der i skatteretlig henseende ikke hidtidigt var skelet til, hvorvidt et lån blev betragtet som værende lovligt, eller ej, i henhold til selskabsrettens regler. Såfremt en økonomisk transaktion bar præg af at være et lån, var det i skatteretten blevet behandlet som et lån. Dette til trods for, at der i selskabsretten, ikke nødvendigvis var tale om en lovlig transaktion. Skatteministeriet havde således ingen indsigelser i forhold til en eventuel liberalisering af reglerne omkring kapitalejerlånene. Fra ministeriets side blev det påpeget, at såfremt de ønskede tiltag blev en realitet, ville det i givet fald være påkrævet, at skattereglerne på området ligeledes blev ændret. Endvidere lagde skatteministeriet op til, at i de situationer, hvor lån ikke var ydet på markedsmessige vilkår og tilsvarende forventelig sikkerhedsstillelse, ville der skulle ske beskatning i form af udbytte, eller løn.

3.2.3 Påtænkt liberalisering fra 2017⁵⁹

Erhvervsstyrelsen har den 6. juli 2016 udsendt et høringsudkast til et lovforslag omkring ændring af selskabsloven samt årsregnskabsloven. Høringsudkastet har tre fokusområder: betinget lovgivning af kapitalejerlån, ændrede krav til ejerregistrering og præcisering vedrørende iværksætterselskaber. I dette speciale vil vi udelukkende koncentrere os om lovforslaget angående betinget lovgivning af kapitalejerlån.

⁵⁹ Afsnittet tager afsæt i høringsudkastet og lovforslaget herom.

Som tidligere bemærket i specialet, er der fra regeringens side et ønske om, at der for kapital­selskaber i Danmark er sikret gode rammevilkår igennem en enkel, klar og ikke mindst effektiv erhvervslovgivning. Det er endvidere et mål, at erhvervslivet ikke pålægges unødige regler samt økonomisk belastende byrder. I EU-retlig henseende er der ikke et forbud mod at yde lån til kapitalejere, ledelsesmedlemmer og lignende, hvormed forbuddet i dansk lovgivning har karakter af at være en særregel, begrænset til national ret.

På tilsvarende vis, som ved forarbejderne til selskabsloven, ytres der ved dette hø­ringsudkast igen ønske om, at der skabes øget fleksibilitet for danske selskaber, gen­nem en betinget lovliggørelse af kapitalejerlån. Regeringen har således ikke incitament til at begrænse danske selskabers muligheder, for så vidt angår disponering af kapital­­selskabets frie reserver. Ved en mindre gennemgribende regulering af lovgivningen omkring kapitalejerlå­nene, er det således regeringens opfattelse, at hensynet til kapi­­talselskabets kreditorer fortsat vil kunne varetages på forsvarlig vis. Dette begrundes med, at de omtalte udlån, ved iagttagelse af de opstillede betingelser, udelukkende vil kunne ydes i de situationer, hvor kapital­­selskabets økonomiske situation tillader det.

De op­listede betingelser indeholder blandt andet krav om, at den samlede økonomi­­ske bistand, som et kapital­­selskab har i sinde at yde, skal kunne rummes indenfor ka­­pitalselskabets frie reserver. Der er således tale om midler, der i forvejen ikke er sikret kreditorerne og disse midler vil kunne anvendes til andre formål – eksempelvis til brug for udbytte. Ligeledes er det en forudsætning, at den økonomiske bistand ydes på sædvanlige markedsvilkår og endeligt skal generalforsamlingen – alternativt kapi­­talselskabets centrale ledelsesorgan, på baggrund af bemyndigelse fra generalforsam­­lingen, have truffet beslutning herom. Hvorvidt betingelserne for at yde en sådan økonomisk bistand er opfyldt, skal være det centrale ledelsesorgans ansvar. Endvide­re er det centrale ledelsesorgan ansvarlig for, at reglerne i selskabslovens §§ 116 og 118, omhandlende forsvarligt kapitalberedskab, er iagttaget. Det synes væsentligt at understrege, at betingelserne skal være opfyldt på transaktionstidspunktet. Såfremt dette ikke er tilfældet, vil der fortsat være tale om et ulovligt ydet lån, hvormed tilba­­gebetaling til kapital­­selskabet skal ske straks, som ved den ulovlige transaktion.

Det foreslås endvidere at indføre en såkaldt overgangsregel, der skal bevirke, at ulovlige lån, fra før 1. januar 2017, kan konverteres til et lovligt lån, såfremt de oplyste betingelser kan efterkommes.

En betinget lovliggørelse af kapitalejerlånene vil foruden ændring af selskabslovens § 210 tillige medføre en ændring af årsregnskabsloven i forhold til præsentationen af et såkaldt lovligt kapitalejerlån. Der lægges derfor op til, at der i kapitalselskabets årsrapport skal ske en kontering på egenkapitalen, hvormed den del af kapitalselskabets frie reserver, der anvendes til brug for ydelsen af den økonomiske bistand, flyttes op som en bunden reserve, der benævnes reserve for udlån og sikkerhedsstillelse. Hermed sikres det, at samme beløb ikke anvendes mere end én gang. Tilsvarende vil det være mere synligt for regnskabsbruger, at kapitalselskabets frie reserver er blevet reduceret.

I henhold til ovenstående er det væsentligt at bemærke, at der til trods for den betingede lovliggørelse af kapitalejerlån i selskabsretlig henseende, ikke umiddelbart er noget, der indikerer, at de skattemæssige regler i ligningslovens § 16 E tilsvarende underlægges en ændring. Beskatningen vil således fortsat være en realitet, da det i skattelovgivningen er at betragte som en hævnning, uden tilbagebetalingspligt.

På baggrund af høringsudkastet har erhvervs- og vækstministeren fremsat lovforslag om ændringer af både årsregnskabs- og selskabsloven den 5. oktober 2016. Herunder blandt andet om den betingede lovliggørelse af kapitalejerlån. Det fremgår af det udsendte høringsnotat, at der blandt de hørte parter er en vis tilslutning til lovliggørelsen af kapitalejerlånene. Flere af parterne har dog stillet sig undrende overfor, hvorfor en selskabsretlig lovliggørelse ikke vil have tilsvarende indvirkning på skattelovgivningen. Her henvises specifikt til de lånetilfælde, hvor der ikke synes at være incitament til at sørge for tilbagebetaling af det modtagne lån. Der forekommer endvidere høringsparter, der ikke støtter op om det opstillede lovforslag, da de ikke kan tilslutte sig, at det vil medføre erhvervs- eller konkurrencemæssige fordele for danske kapitalselskaber. De finder derimod at en selskabsretlig lovliggørelse af kapitalejerlån ikke synes at fremstå som hensigtsmæssig, grundet den manglende skatteretlige lempelse på området. Yderligere peger de på, at de ikke finder, at de opstillede betingelser varetager kreditorernes interesse på betryggende vis.

Blandt de parter, der ikke bakker op omkring en betinget lovliggørelse af kapitalejerlån er blandt andet Finansrådet. Et af deres argumenter herfor er, at de har svært ved at forstå, hvorledes disse lån overhovedet kan være i selskabets interesse. De finder, at der allerede i den etablerede lovgivning forekommer muligheder, hvorpå kapital ejere på lovlig vis kan foretage kapitaludtræk fra selskabet. Her tænkes specielt på reglerne omkring udlodning af ekstraordinært udbytte. De påpeger endvidere, at der ligeledes i lovgivningen er givet mulighed for sådanne lån, såfremt de sker som led i almindelige forretningsmæssige dispositioner.

På baggrund heraf bemærker regeringen, at der med det opstillede lovforslag ikke er ønske om, at flere selskaber skal gøre brug af kapitalejerlån. Regeringen har blot til hensigt at gøre det muligt i de tilfælde, hvor kapital selskabet kan se et formål hermed. Eksempelvis ved at yde lån til en kapitalejer uden bestemmende indflydelse, da denne ikke vil være underlagt beskatning i henhold til ligningslovens § 16 E. Et andet sted, hvor lovliggørelsen vil kunne tilskyndes, er i de situationer, hvor et kapital selskabs ledelse ønsker at foretage en transaktion, der ikke medvirker til en forringelse af kapital selskabets soliditet. Såfremt der er tale om et lån til en part med bestemmende indflydelse, vil der fortsat ske beskatning af lånet, men da der ikke er tale om et endegyldigt udtræk af kapital selskabets midler, vil soliditetsgraden forblive uændret. Derudover finder regeringen, at de forhold, der lå til grund for indførelsen af forbuddet tilbage i 1982, er blevet afdækket på behørig vis. Optagelsen af de skattefrie lån på bekostning af skattepligtig løn/udbytte er forhindret i forbindelse med indførelsen af ligningslovens § 16 E, der medfører beskatning såfremt lånet er ydet til en fysisk person med bestemmende indflydelse. I forhold til beskyttelse af kreditorerne samt øvrige kapitalejere, vil der med dette lovforslag blive indsat en række betingelser, således disse fortsat vil være sikret på forsvarlig vis.

Skatteministeriet udtaler, at ligningslovens § 16 E, skal betragtes som en værnsregel til hinder for kapitaludtræk, der ikke underlægges nogen form for beskatning. Samtidig er det af den opfattelse, at såfremt der skal sondres mellem, hvorvidt der er intention/mulighed for tilbagebetaling af det pågældende lån, vil der ske en klar svækkelse af den foretagne værnsregel, der samtidig vil være relativ svær at styre i praksis. De understreger, at der ikke på nuværende tidspunkt er intentioner om at ændre skatte-

lovgivningen på dette område, hvormed beskatning efter ligningslovens § 16 E opretholdes.

Set i lyset heraf, er det værd at se tilbage på vedtagelsen af selskabsloven i 2009, hvor netop lovgivningen af kapitalejerlån blev fravalgt – dels grundet finanskrisen, hvormed regeringen ikke fandt, at kreditorer samt minoritetsaktionærer kunne anses som tilpas beskyttet ved en lovgivning af kapitalejerlåene. Nu befinder vi os i efteråret 2016 og regeringen påtænker på ny en lovgivning heraf. Betingelserne herfor er umiddelbart de samme som tilfældet var tilbage i 2009. Der, hvor lovforslaget alligevel skiller sig ud, er på det skatteretlige område.

Tilbage i 2009 var der fra skatteministeriets side ikke incitament til at indføre beskatningen af de lovlige udlån til et selskabs kapitalejere. Fra SKAT's side ansås disse udlån som en fordring, hvormed der ikke var hjemmel til at foretage beskatning. Såfremt beskatning heraf skulle indføres, mente skatteministeriet dengang, at det udelukkende var de udlån, der ikke var sket på markedsmæssige vilkår, der skulle underlægges beskatning. I den mellemliggende periode – fra maj 2009 til oktober 2016 – er der sket det, at ligningslovens § 16 E er blevet indført. Dette har medført, at udlån til et selskabs fysiske kapitalejere med bestemmende indflydelse, skal underlægges beskatning.

Der vil efter vores overbevisning fremkomme en differentiering mellem selskabs- og skattelovgivningen. Lovgivningen af kapitalejerlåene vil således medføre situationer, hvor et udlån til en kapitalejer vil være at betragte som en lovlig transaktion i selskabsretlig henseende, mens der i et skatteretligt perspektiv fortsat vil ske beskatning, grundet betingelserne i ligningslovens § 16 E. Hvorvidt dette synes hensigtsmæssigt kan således diskuteres. Der vil efter vores bedste overbevisning kunne ske fatale misforståelser ude i selskaberne, såfremt der ikke gøres tilstrækkeligt opmærksom på, at en selskabsretlig lovgivning ikke medfører en tilsvarende lovgivning i skatteretten.

3.3 Historik - Ligningslovens § 16E

Desuagtet, at skatteministeriet, i forbindelse med forarbejderne til selskabsloven, ikke fandt det aktuelt at beskatte lån, der ydes på markedsmæssige vilkår mv., blev ligningslovens § 16 E en realitet tilbage i efteråret 2012. Der er således sket hjemmel til beskatning af kapitalejerlån, hvormed der fremadrettet også i skatteretlig henseende vil blive sondret mellem henholdsvis lovlige- og ulovlige kapitalejerlån. I skatteretlig henseende vil et ulovligt kapitalejerlån således medføre, at lånet reklassificeres fra en gældspost, til i stedet at skulle betragtes som en hævning uden tilbagebetalingspligt, hvormed beskatning vil skulle ske i form af udbytte eller løn.⁶⁰ Det understreges endvidere, at beskatningen af den givne transaktion ikke påvirker den selskabsretlige del, hvormed lånet uanset at der er svaret skat heraf, fortsat skal tilbagebetales til kapital-selskabet. Tilsvarende herfor gælder, at en tilbagebetaling ikke kan ophæve skattepligten af den foretagne transaktion.⁶¹

Hele tilskyndelsen til indførelsen af ligningslovens § 16 E skal findes i, at der fra lovgivers side har været et udbredt ønske om at komme det stigende antal kapitalejerlån til livs. En compliance-undersøgelse, udarbejdet af skattemyndighederne, bevidnede, at der her var tale om en udbredt problemstilling, der medførte tab for den danske statskasse. Alene i 2010 var der et udestående på cirka 4 milliarder kroner, der kunne henføres til ulovlige kapitalejerlån.⁶² De af SKAT foretagne undersøgelser indikerede endvidere, at optagelsen af lån fra kapital-selskaber synes at være en ofte anvendt finansieringsform.⁶³ Indførelsen af ligningslovens § 16 E skal således medvirke til, at der ikke længere synes at være incitament til at foretage udtræk af kapital-selskabets midler i form af lån og dermed undgå en beskatning heraf.⁶⁴

3.3.1 Personkredsen omfattet af ligningslovens § 16 E

Af lovteksten til ligningslovens § 16 E fremgår det tydeligt, at det kun er fysiske personer, der er omfattet heraf. Samtidig er det kun fysiske personer, der i kraft af deres bestemmende indflydelse, kan fravælge udbetaling af løn, eller udbytte og i stedet fo-

⁶⁰ L 199 pkt. 3.1.2.2.

⁶¹ L 199 pkt. 3.1.2.2.

⁶² L 199, pkt. 3.1.2.1.

⁶³ L 199, pkt. 3.1.

⁶⁴ L 199, bilag 11 – skatteministerens uddybning.

restå ydelse af lån. Der er således i skatteretlig henseende ikke noget til hinder for, at en mindretsaktionær modtager lån fremfor løn, eller udbytte. Dispositionen vil dog til trods herfor fortsat være underlagt forbuddet i selskabslovens § 210.

Endvidere bemærkes det, at lån fra selskabet til en kapitalejers nærtstående parter, også medfører beskatning. I henhold til ligningslovens § 2, stk. 2 er nærtstående parter: ”den skattepligtiges ægtefælle, forældre og bedsteforældre samt børn og børnebørn og disses ægtefæller eller dødsboer efter de nævnte personer. Stedbarns- og adoptivforhold sidestilles med oprindeligt slægtskabsforhold”. Dette forhold gør, at ligningslovens § 16 E ikke kun vedrører lån til kapitalejeren, men derimod også dennes nærtstående, hvormed den som hele favner ret bredt.

Det bør hertil bemærkes, at der ved skattetransparente enheder skal kigges på, hvor den reelle beskatning sker. Er tilfældet det, at beskatningen sker ved eksempelvis de personer, der deltager i et partnerselskab, så vil de ligeledes være omfattet af den beskatning, der foranlediges af ligningslovens § 16 E. Tilsvarende gør sig gældende for interessentskaber, kommanditselskaber mv.⁶⁵

4. BETINGELSERNE FOR LOVLIG SELVFINANSIERING

Lovens forskrifter, omkring ydelse af økonomisk bistand, har gennem årene været underlagt adskillige holdninger, hvilket har medført indtil flere praksisændringer i selskabsretlig henseende. Senest ved indførelsen af selskabsloven i 2009, hvor det ellers så absolutte forbud mod selvfinansiering, blev lempeliggjort.

Udgangspunktet i selskabslovens § 206, stk. 1 er, at selvfinansiering betragtes som værende en ulovlig transaktion. Ved opfyldelse af specifikke betingelser vil dispositionen dog kunne foretages på lovlig vis, jævnfør selskabslovens § 206, stk. 2:

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

⁶⁵ Skatteministerens kommentar til henvendelsen af 29/8-12 fra BDO Statsautoriseret revisionsaktieselskab, L 199 – bilag 16, Skatteudvalget, Folketinget 2011-12 (Folketingstidende), side 3.

Det er en forudsætning for lovliggørelsen, at samtlige betingelser er opfyldt. Såfremt dette ikke er tilfældet, vil dispositionen igen være omfattet af selvfinansieringsforbuddet i selskabslovens § 206, stk. 1.⁶⁶

Ved opfyldelse af samtlige betingelser, lovliggøres selvfinansiering og dispositionen kan således gennemføres. Selve processen benævnes som whitewash-proceduren, fordi der i tidligere engelsk ret, blev brugt en lignende procedure i forhold til anparts-selskaber,⁶⁷ såfremt de agtede at gøre brug af den lovlige selvfinansiering.⁶⁸ Dersom betingelserne kan opfyldes og proceduren kan gennemføres, har selskabet således mulighed for at stille midler til rådighed overfor tredjemand⁶⁹, til brug for erhvervelse af kapitalandele. Finansieringen af den pågældende erhvervelse kan ske i form af lån, kaution, eller ved pant i selskabets aktiver.

Som led i selvfinansieringen er det kapitalselskabets centrale ledelsesorgan, der skal sikre, at betingelserne er opfyldt på tidspunktet for dispositionens gennemførelse. Ligeledes er det centrale ledelsesorgan ansvarlig for, at relevante og lovkrævede dokumenter til brug herfor udarbejdes.

Betingelser for lovlig selvfinansiering ser ud som skitseret nedenfor:⁷⁰

- a. Kreditvurdering af modtagerkredsen
- b. Det centrale ledelsesorgans redegørelse
- c. Generalforsamlingens godkendelse
- d. Offentliggørelse
- e. Forsvarlighed indenfor de frie reserver
- f. Sædvanlige markedsvilkår

⁶⁶ Christensen, Selskabsloven med kommentarer, side 565.

⁶⁷ Jævnfør Section 155 i Companies Act 1985.

⁶⁸ Kure, Lovlig selvfinansiering, side 293.

⁶⁹ Tredjemand kan i denne sammenhæng være både fremtidige og eksisterende kapitalejere.

⁷⁰ Selskabslovens §§ 206, stk. 3 - 209

4.1 Det centrale ledelsesorgan og dets ansvar

Forinden ovenstående betingelser vil blive bearbejdet mere dybdegående, finder vi det på sin plads, at få nogle helt centrale områder præciseret. Vi har valgt at inddrage dem i indledningen til dette kapitel, da de er essentielle i forhold til forståelsen af regelsættet omkring selvfinansiering.

Først er det væsentligt at få præciseret, hvem der udgør et kapitalsselskabs centrale ledelsesorgan. I de kapitalsselskaber, hvor der både er en bestyrelse og en direktion, vil det være bestyrelsen, der agerer som det centrale ledelsesorgan. Er der omvendt ikke nogen bestyrelse, vil det naturligvis være direktionen, der besidder denne ”post”.⁷¹

Grunden til, at det synes vigtigt at få præciseret, hvem betegnelsen ”det centrale ledelsesorgan” referer til er, at det er her ansvaret ligger i forhold til opfyldelse af de påkrævede betingelser ved lovlig selvfinansiering. Det er således dem, der kan ifalde ansvar såfremt den økonomiske bistand efterfølgende går hen og bliver ulovlig, grundet manglende opfyldelse af et eller flere forhold.

I selskabsretten er der to vigtige paragraffer, der skal iagttages ved ydelse af økonomiske bistand – både generalklausulen i selskabslovens § 108:

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

Og tillige ligeretsgrundsætningen i selskabslovens § 45:

”I kapitalsselskaber har alle kapitalandele lige ret i selskabet. Vedtægterne kan dog bestemme, at der skal være forskellige kapitalklasser. I så fald skal vedtægterne angive de forskelle, der knytter sig til den enkelte klasse af kapitalandele, og størrelsen af den enkelte klasse.”

Ovenstående stiller krav om, at kapitalsselskabets centrale ledelsesorgan gennem hele proceduren for lovlig selvfinansiering, tager stilling til, at ovenstående er opfyldt og selskabet ikke tilgodeser enkelte, eller udvalgte kapitalejere, for dermed at risikere selskabets fremtidige virke. Skulle der derfor opstå en situation, hvor kapitalsselskabets

⁷¹ Selskabslovens § 111, stk. 1, nr. 1 og § 111, stk. 1, nr. 2.

centrale ledelsesorgan finder, at kravene til lovlig selvfinansiering ikke er sket fyldest, vil det være deres ansvar at gøre generalforsamlingen opmærksom herpå og samtidig henstille til, at forslaget ikke godkendes.⁷²

Medlemmerne af kapitalselskabets centrale ledelsesorgan bør, som følge af risikoen for at ifalde erstatningsansvar, kraftigt overveje deres kompetencer i forhold til de forskellige anliggender, der vil forekomme gennem hele selvfinansieringsproceduren. Ved tvivlsspørgsmål bør der tages kontakt til eksterne parter, i form af advokater, revisorer eller tilsvarende rådgivere, der har den nødvendige viden herom. Ved brug af eksterne parter vil risiciene, i en situation med manglende kompetencer i ledelsesfunktionen, dermed kunne minimeres.

4.2 Kreditvurdering af modtagerkredsen

Kreditvurderingen af modtagerkredsen er den første betingelse som det centrale ledelsesorgan skal sikre forsvarligheden af, jævnfør selskabslovens § 206, stk. 3:

”Kapitalselskabets centrale ledelsesorgan skal sikre sig, at der foretages en kreditvurdering af den kreds, der modtager selskabets økonomiske bistand, jf. stk. 2.”

I betænkningen skriver moderniseringsudvalget: ”Kreditvurderingen skal bidrage til at afdække om en eventuel økonomisk bistand sker på et økonomisk forsvarligt grundlag med passende hensyn til selskabets generelle interesser og samlede forpligtelser.”⁷³ Ved kreditvurderingen skal hver enkelt modtager kreditvurderes, fysiske såvel som juridiske. Ved ydelse af lån er det hovedsageligt køber, der skal vurderes, mens det ved garanti- og sikkerhedsstillelse er både kautionisten samt køber, der skal vurderes.⁷⁴

Loven foreskriver, at det centrale ledelsesorgan som udgangspunkt selv fastsætter, hvilke krav de mener, at modtageren skal opfylde. De bør dog som minimum altid vurdere, hvor stærkt modtageren af den økonomiske bistand står finansielt. Ifølge lovbemærkningerne bør selskabet kun stille midler til rådighed, såfremt en professionel långiver, fx en bank eller tilsvarende, vil være villig til at stille midler til rådighed.

⁷² Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 790.

⁷³ Modernisering af selskabsretten, side 1023

⁷⁴ Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 788.

Imidlertid vil det dog virke usandsynligt, at tredjemand vil gøre brug af regelsættet omkring lovlig selvfinansiering, hvis der var mulighed for at låne pengene på akkurat samme vilkår i banken. Det må hermed formodes, at der i lovmotiverne ikke er sat lighedstegn mellem disse situationer i praksis. Det skal dog understreges, at hverken ordlyden i selskabslovens § 206, stk. 3, eller de bagvedliggende forarbejder, tager stilling til, hvilke punkter, der som minimum skal undersøges, eller eventuelle krav til opfyldelsen heraf, hvorfor dette skal vurderes af det centrale ledelsesorgan i den givne situation.⁷⁵

Der er ikke fra lovgivers side stillet krav om, at vurderingen skal foretages af en ekstern rådgiver. Såfremt der forekommer usikkerhedsmomenter i forhold til forsvarligheden af den påtænkte disposition, kunne en ekstern parts vurdering være at foretrække. Derudover vil en kreditvurdering, foretaget af en ekstern part, alt andet lige være stærkere, hvis dispositionen uheldigvis skulle ende som en sag, eller som en tvist mellem de involverede parter.⁷⁶ I de situationer, hvor et kapitalselskabs ledelse er modtager af den økonomiske bistand, og dermed bliver genstand for den påkrævede kreditvurdering, kan det selvsagt være fordelagtigt at gøre brug af en ekstern part. Hermed vil spørgsmålet omkring inhabilitet formentlig kunne minimeres. Der er dog ikke noget i loven, eller i lovforarbejderne, der forbyder kapitalselskabets ledelse selv at foretage kreditvurderingen. Det er trods alt i sidste ende deres ansvar, at den udarbejdes. Det centrale ledelsesorgan skal i den sammenhæng vurdere, hvorvidt de som organ er tilstrækkeligt kompetente til selv at kunne foretage vurderingen. Derforuden skal de vurdere, hvorvidt deres risiko, for at kunne ifalde ansvar, er bedre afdækket ved at anvende en ekstern part i forbindelse med udarbejdelsen af kreditvurderingen.

Uanset, at et pengeinstitut, eller lignende, ikke er villige til at stille midler til rådighed for køber på samme betingelser som målselskabet, er der ingen tvivl om, at en kreditvurdering udarbejdet i den finansielle sektor, alt andet lige vil kunne bruges som inspiration til brug for udarbejdelsen af vurderingen. Opnåelse af denne information vil dog kræve et stort indblik i bankernes udlånspolitik⁷⁷. Yderligere kan der være en

⁷⁵ von Barnekow, Lovlig selvfinansiering, side 66.

⁷⁶ Svensson & Bech-Bruun, Nye regler om selvfinansiering, side 101.

⁷⁷ von Barnekow, Lovlig selvfinansiering, side 66.

formodning om, at der, bankerne imellem, er forskel på risikovillighed, hvilket vil slå igennem i deres individuelle kreditvurderinger.

Vi formoder, at når der til brug for kreditvurderingen søges inspiration hos finanssektoren, vil dette medføre, at der ved fysiske personer oftest indsamles oplysninger i form af personens seneste årsopgørelse fra SKAT, historiske skatteoplysninger - der bl.a. oplister personens optagne lån, aktuelle lønsedler samt eventuelt budget. Såfremt der er tale om juridiske personer, gennemgås tidligere regnskaber, budgetter, historisk betalingsevne og andet relevant materiale. Både fysiske og juridiske personer kan ligeledes tjekkes for registrering i eventuelle debitorregistre, hvis dette synes at være aktuelt.

Kreditvurderingen skal sikre, at der dannes et overblik over, hvorvidt personen for det første besidder betalingsevne. Endvidere skal sikres, at den nuværende, såvel som den fremtidige situation udviser finansiell styrke, i form af soliditetsgraden. Summen af de historiske data og fremtidens forventninger skal sikre, at kapitalgesellschaftet i form af dets ledelse, får adgang til alle relevante informationer, der kan have betydning for den samlede kreditvurdering, og tilmed indirekte på målselskabets fremtidige situation.

Udarbejdelsen af vurderingen skal være tilstrækkelig, så den danner et så korrekt grundlag, for det centrale ledelsesorgans vurdering, som muligt. Fra lovens side er der dog ikke opstillet et decideret krav til, at vurderingen er nedskrevet og dermed foreligger i skriftlig form. Rådgivere kan dog anbefale, at vurderingen dokumenteres skriftligt og eventuelt inddrages i det centrale ledelsesorgans redegørelse, således generalforsamlingen også tager stilling hertil. Samtidig vil vurderingen til hver en tid kunne findes frem, såfremt der skulle opstå tvivl omkring den foretagne kreditvurdering.

Tidspunktet for udarbejdelsen af kreditvurderingen er ligeledes en problematik, der bør tillægges en væsentlig betydning. En kreditvurdering af ældre dato vil nok skulle revurderes ud fra markedets nuværende vilkår. Markedsmekanismer er som bekendt dynamiske i større, eller mindre grad, hvormed det vil være god skik at sikre sig, at der ikke er sket afgørende ændringer, siden kreditvurderingen er foretaget. Alternativt

skal kreditvurderingen udarbejdes i direkte sammenhæng med den forestående disposition.⁷⁸

Det må på baggrund af ovenstående være hensigten, at kreditvurderingen skal bruges aktivt, når det centrale ledelsesorgan tager stilling til de resterende betingelser for lovlig selvfinansiering.⁷⁹

Som vi ser det, må kreditvurderingen derfor, som minimum, indeholde oplysninger om de involverede parter historiske og nuværende finansielle stilling samt de forventninger, der er til fremtidens indkomst.

4.3 Det centrale ledelsesorgans redegørelse

Ved brugen af lovlig selvfinansiering, skal det centrale ledelsesorgan også udarbejde en skriftlig redegørelse, der skal understøtte brugen heraf, jævnfør selskabslovens § 207, stk. 1:

”Generalforsamlingens godkendelse skal foreligge, før der kan ydes økonomisk bistand i medfør af selskabslovens § 206, stk. 2. Til brug for generalforsamlingens beslutning fremlægger selskabets centrale ledelses ledelsesorgan en skriftlig redegørelse, der skal indeholde oplysninger om

- 1. baggrunden for forslaget om økonomisk bistand*
- 2. selskabets interesse i at gennemføre en sådan disposition*
- 3. de betingelser, der er knyttet til gennemførelse*
- 4. en vurdering af de konsekvenser, som dispositionen måtte medføre for selskabets likviditet og solvens*
- 5. den pris som tredjemand skal betale for kapitalandelene.*

På baggrund af ovenstående oplyste betingelser, synes det væsentligt at fremhæve, at der her tale om et minimum af krav til redegørelsen, hvorfor det bør være en selvfølge, at andre relevante informationer, der kan have betydning for generalforsamlingens beslutning, ligeledes skal anføres i redegørelsen.⁸⁰

⁷⁸ Svensson & Bech-Bruun, Nye regler om selvfinansiering, side 103.

⁷⁹ Ibid., side 101.

⁸⁰ Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 789.

Hele formålet med at udarbejde redegørelsen er først og fremmest at sikre gennemsigthed for kapitalejerne, så de har et solidt grundlag til vurdering af konsekvenserne for selskabet, ved at gøre brug af lovlig selvfinansiering.⁸¹

4.3.1 Baggrunden for forslaget om økonomisk bistand

Kommissionens oprindelige forslag lagde op til, at alene det centrale ledelsesorgan kunne tage initiativ til dispositionen. Hverken kapitaldirektivet, eller selskabsloven har dog indført krav herom, hvilket betyder, at såvel kapitalejere som tredjemand, kan henvende sig til det centrale ledelsesorgan, der herefter tager stilling til, om der for selskabet kunne være en fordel i at gennemføre dispositionen. Loven endte således med at være mere lempelig end først anbefalet. Modsat Kommissionen, anbefalede HLG, at det centrale ledelsesorgan kunne få generel bemyndigelse til at godkende en sådan disposition, såfremt generalforsamlingens betingelser herfor var opfyldt. Forslaget blev som nævnt ovenfor ikke en realitet, hvormed generalforsamlingens stillingtagen udelukkende kan ske på baggrund af et konkret forhold. Generalforsamlingens godkendelse er således påkrævet hver gang der stilles forslag herom.⁸²

Bevæggrundene for forslaget er det første, der skal beskrives i redegørelsen.⁸³ Det vil således virke mest naturligt, at det i redegørelsen gengives, hvem der har taget initiativ til dispositionen, hvorfor initiativet er taget og hvad formålet er hermed. Såfremt der er tale om en for generalforsamlingen ukendt tredjemand, vil det endvidere være naturligt at beskrive vedkommende grundigt heri, for dermed at danne sig et billede af den fysiske eller juridiske person.

Vi vurderer derfor, at det som minimum må forventes, at baggrunden for den foreslåede disposition beskriver forslagsstiller, årsagen til at forslaget ønskes fremlagt for bestyrelsen samt formålet hermed.

⁸¹ Riskjær Larsen, Werlauff & Guldbæk Larsen, Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - Muligheder og faldgruber, side 53.

⁸² Kure, Lovlig selvfinansiering, side 295 og selskabslovens § 207, stk. 1, nr. 1.

⁸³ Bemærkningerne til selskabslovens § 207 til lovforslag L 170.

4.3.2 Selskabets interesse i at gennemføre en sådan disposition

I forlængelse af baggrunden for dispositionen, skal det centrale ledelsesorgan beskrive hvilken interesse selskabet har i at gennemføre lovlig selvfinansiering. Nøjagtigt hvad der skal forstås med ”selskabets interesse” er ikke fastlagt i forarbejderne til selskabsloven, eller i selve lovtæksten. Det må dog alt andet lige betyde, at dispositionen skal være i selskabets, kapitalejernes og kreditorernes interesse.

4.2.2.1 Selskabets interesse som selskabsretligt begreb

Litteraturen har forskellige sondringer, når det drejer sig om, hvad begrebet ”selskabets interesse” dækker over. Der gives således udtryk for, at det ikke kun er selskabsdeltagernes interesse, der indgår heri, men også forskellige, men dog vægtede interesser, der bestemmes af en form for gensidig rangorden mellem selskabets deltagere, kreditorer, medarbejdere, eventuelle medkontrahenter og samfundet som helhed. Givne omstændigheder kan så medføre, at rangordenen pludselig ændres, fx ved lovændringer særligt for den givne virksomhed.⁸⁴ Modsætningsvis menes det, at selskabets interesse er lig kapitalejernes interesser ved fortsat drift, mens kreditorernes interesser er ved konkurs.⁸⁵ og ⁸⁶ Det tilføjes dog, at det må formodes, at kapitalejere tilstræber, at kapitalselskabets generelle fastlagte strategier først skal sikre selskabets interesser og kapitalejernes interesser på længere sigt.⁸⁷ I forlængelse heraf, tilføjes det, at formålet med at dette skal angives, ved brugen af lovlig selvfinansiering, sikrer at selskabet, dets kreditorer og andre interessenter vil drage nytte heraf.⁸⁸

Retspraksis har meget lidt at sige herom og en enkelt debattør taler endda om, at forretningsmæssige vurderinger, som fx af hvad der er i selskabets interesse, nærmest er ”fritaget” for domsprøvelse,⁸⁹ fordi det centrale ledelsesorgan antageligvis kan vurdere disse anliggender bedre end domstolene, idet det centrale ledelsesorgan oftest består af forretningsmænd. Retspraksis har dog, med en nu ældre sag - Rødevejrmølle-

⁸⁴ Werlauff, Selskabsmasken, disputats fra 1991, side 517.

⁸⁵ Sofsrud, Bestyrelsens beslutning og ansvar, disputats fra 1999, side 259.

⁸⁶ Christensen, Selskabsloven – med kommentarer, side 563.

⁸⁷ Christensen, Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret, side 256.

⁸⁸ Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 790.

⁸⁹ Christensen, Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret, side 275.

sagen,⁹⁰ afprøvet vurderingen af selskabets interesse, hvor de kom til konklusionen, at det centrale ledelsesorgan oftest har en dybere viden herom.

Desuden diskuteres det i litteraturen, hvorvidt gennemførelsen af selvfinansieringen, og dets følger heraf, skal kunne rummes indenfor selskabets formål. Selskabets formål er bestemt af generalforsamlingen og anført i selskabets vedtægter, jævnfør selskabslovens § 28, nr. 2. Formålet angiver, hvilke områder selskabet opererer indenfor, eller forventes at skulle operere indenfor. Såfremt selvfinansieringen medfører, at formålet ikke længere kan opfyldes, er dette ikke bindende for selskabet, jævnfør selskabslovens § 136, stk. 1, nr. 2, der siger, at selskabet ikke forpligtes, hvis aftalen falder udenfor selskabets formål og personen, eller personerne, der har indgået aftalen, vidste, eller burde vide, at formålet ikke længere kunne opfyldes. På baggrund af ovenstående tilkendegives det, at en disposition, der strider imod formålet, ikke umiddelbart kan forenes med selskabets interesse og derfor ikke opfylder kravet herom. Vedtægternes formulering er dog meget forskellige, henset til formuleringernes bredde og vil næppe kunne bruges til at give et absolut billede af selskabets egentlige interesser.⁹¹

4.2.2.2 Selskabets interesse i lovlig selvfinansiering

Ved vurderingen af selskabets reelle interesse i dispositionen, må det betragtes, hvilken situation selskabet befinder sig i, på det givne tidspunkt, både økonomisk og generelt. Det likvide og stærkt kapitaliserede selskab kan muligvis få et højere afkast ved denne form for investering, end ved andre former, hvorimod et knapt så kapitaliseret selskab skal være agtpågivende og sikre sig, at kapitalen fortsat kan bevares, hvis dispositionen gennemføres.

Erhvervsstyrelsen har uformelt tilkendegivet, at et selskab, der udvider kapitalejer-kredsen, med det formål at inddrage en ny kapitalejer, som kan bidrage med unik viden, vil opfylde kravet om selskabets interesse ved lovlig selvfinansiering. Derudover kommer det til udtryk i litteraturen, at i en situation, hvor kapitalejerne er blevet så uenige, at de aldrig vil nå til enighed, vil det tilsvarende være i selskabets interesse at løse dette, ved at købe en, eller flere kapitalejere ud, ved brug af lovlig selvfinansie-

⁹⁰ U1981.973H.

⁹¹ Christensen, Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret, side 422.

ring.⁹² Andre eksempler der må synes at være i selskabets interesse, kan være, hvor der fx skaffes ny adgang til et bredt internationalt netværk, en situation hvor en uduelig kapitalejer købes ud, eller fx en situation, hvor der ved brug af lovlig selvfinansiering kan ske finansiering af et generationsskifte, hvor nuværende kapitalejer(e) ikke kan, eller vil bidrage til den fremtidige drift. Hertil tilføjes det dog, at et selskab som udgangspunkt ikke har nogen egentlig interesse i, hvem dets ejere er, medmindre der er tale om de ovennævnte særlige tilfælde, hvor det sikrer selskabets fremtidige eksistens og afkast.^{93 og 94}

Det er imidlertid også værd at bemærke, at der ingen steder står anført, at det rent faktisk skal være i selskabets interesse, men blot at det skal beskrives, hvad interesse selskabet har heri. Her må det dog forventes, at det centrale ledelsesorgans generelle ansvar for selskabets anliggender tager hånd herom. Desuden angiver den ej lovbestemte Corporate benefit-doktrin, at dispositionerne, som det centrale ledelsesorgan laver på vegne af selskabet, skal være i selskabets interesse, for på den måde at sikre selskabet og dets kapitalejere m.fl. mod majoritetsmisbrug.⁹⁵ Hvorfor redegørelsen alligevel kræver beskrivelsen af selskabets interesse, kan således skyldes mere pædagogiske grunde. Litteraturen giver således udtryk for at det centrale ledelsesorgan, grundet dette krav, ikke blot kan lade generalforsamlingens godkendelse af redegørelsen stå alene, og dermed undgå at tage stilling til selskabets interesse heri.⁹⁶

Forventeligt er det dog, at der sker en vægtning af fordelene kontra ulemperne set i selskabets perspektiv, hvorfor der ved situationer, hvor fx en enkelt, eller enkelte kapitalejeres interesse(r) varetages specifikt, næppe vil være i selskabets interesse.⁹⁷

Definitionen af, hvad selskabets interesse dækker over, er svært at få tilstrækkeligt præciseret, hvilket litteraturen også giver udtryk for.⁹⁸ Ved selvfinansiering vil der endvidere være en formodning om, at det er modtageren af den økonomiske bistand, der tit kan have den dybeste interesse heri. Som vi ser det, synes spørgsmålet om selskabets interesse, måske nærmere at være et krav, hvis formål er at sikre, at dispositi-

⁹² Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 790.

⁹³ Kure, Lovlig selvfinansiering, side 296.

⁹⁴ Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 790.

⁹⁵ Kure, side 296.

⁹⁶ Ibid.

⁹⁷ von Barnekow, Lovlig selvfinansiering, side 66.

⁹⁸ Kure, side 296.

onen ikke umiddelbart begrænser fremtidige potentialer for målselskabet. Vi mener således, at selskabets interesse må være en situation, der forbindes med gunstige fremtidsudsigter samtidig med at gennemførelsen før, under og efter, ikke må være i direkte strid med selskabets vedtægtsmæssige formål.

4.3.3 De betingelser, der er knyttet til gennemførelsen

Det fremgår ikke tydeligt af selskabslovens § 207, stk. 1, nr. 3, hvorvidt det er betingelserne for selvfinansieringen i sig selv, der henvises til, eller om det snarere er betingelserne vedrørende tredjemands tegning, eller erhvervelse af kapitalandele, der skal anføres i redegørelsen. I praksis vil begge være nært beslægtet og der kan således argumenteres for, at det giver god mening at anføre dem begge.⁹⁹

De betingelser, der kunne være tilknyttet dispositionen, kunne fx være låneaftalen og/eller andre juridiske dokumenter. Ligeledes kan der være tale om vigtige informationer, eller vilkår, der kan være afgørende for omverdenen og generalforsamlingen at have kendskab til.

Betingelserne må derfor forventes at indeholde et minimum af relevante detaljer, for at sikre at generalforsamlingen har fuld gennemsigtighed ved afstemning om forslaget.

4.3.4 En vurdering af de konsekvenser, som dispositionen måtte medføre for selskabets likviditet og solvens

Det fjerde punkt i redegørelsen skal indeholde det centrale ledelsesorgans vurdering af, hvorvidt selskabets likviditet, solvens og generelle finansielle situation, påvirkes af den givne disposition. Dispositionen må på ingen måde påvirke selskabet i så negativ en grad, at kapitalselskabet stilles dårligere heraf på sigt. Dispositionen skulle gerne kunne hvile i sig selv, forstået således, at ”investeringen” i fx en ny kapitalejer, sker til gavn for kapitalselskabets fremtidige virke og med henblik på at skabe mere likviditet via driften.

⁹⁹ Kure, side 296

Til trods for, at kravet omkring udarbejdelse af en femårig pengestrømsopgørelse ikke blev en realitet,¹⁰⁰ så vil den fortsat være et godt værktøj til brug for vurdering af likviditetspåvirkning og lignende. Hvorvidt den behøver strække sig over en periode på fem år, må bero på en konkret vurdering fra det centrale ledelsesorgans side. Der vil umiddelbart ikke være noget til hinder for, at den dækker over en kortere periode, hvorved usikkerhedsmomentet givetvis vil reduceres. Sammenholdt med likviditetsbudgetter vil vores vurdering være, at pengestrømsopgørelsen vil være et effektivt redskab til brug for denne vurdering. Vigtigst er det, at vurderingen bliver så retvisende så mulig, da det ellers kan have fatale konsekvenser for det centrale ledelsesorgan, i form af deres ansvar heri.

I forlængelse af denne vurdering er det endvidere væsentligt, at det centrale ledelsesorgan er opmærksomt på deres ansvar i forhold til, at kapitalselskabet oppebærer et forsvarligt kapitalberedskab. De skal således stå på mål for den foretagne vurdering og ikke mindst de forudsætninger, der har ligget til grund herfor.

Ved betragtning af ovenstående, kan beskrivelsen omkring dispositionens påvirkning af likviditet mv. virke overflødig, da øvrig lovgivning allerede foreskriver, at det centrale ledelsesorgan kan ifalde ansvar, hvis de foretager dispositioner, der risikerer at påvirke kapitalberedskabet i negativ retning. Omvendt giver det god mening i forhold til sikringen af gennemsigtighed overfor generalforsamlingen og eventuelle øvrige kapitalejere. Ligeledes sikres, at generalforsamlingen, som led i den samlede redegørelse bliver bekendt med de konsekvenser, som dispositionen kan medføre i forhold til kapitalselskabets fremtidige virke.

4.3.5 Den pris som tredjemand skal betale for kapitalandelene

Sidst, men ikke mindst, skal der fastsættes en pris for kapitalandelene. Måden hvorpå fastsættelsen heraf sker, er ikke fastlagt, eller tydeliggjort i lovteksten. Selskabsloven siger heller ikke noget om, hvorvidt prisen skal være forsvarlig, ligesom moderniseringsudvalget ikke bidrager yderligere hertil. I ændringsdirektiver står positivt nævnt, at den fastsatte pris skal være rimelig. Hvad de definerer som værende en rimelig pris, står der dog ikke direkte noget om. Ved gennemgang af Kommissionens forslag til

¹⁰⁰ Se historikken herom.

ændring af det oprindelige kapitaldirektiv fremgår det, at der skal stilles krav om en rimelig pris for at undgå udvanding af kapitalandelene, ved tredjemands erhvervelse af selskabets egne kapitalandele, eller ved kapitalforhøjelse.¹⁰¹ Udvandingen sker tværtimod ikke, når kapitalandelene blot skifter kapitalejer, da vederlaget således tilfalder den nu tidligere kapitalejer.¹⁰²

Kapitaldirektivet er, som tidligere nævnt, et minimumsdirektiv og det kan derfor synes mod EU-lovgivningen, at Danmark ikke har implementeret dette krav om rimelig pris. I praksis kan det, pga. Danmarks manglende implementering, diskuteres, hvorvidt det således tillades at anvende favørkurs, såfremt det ikke munder ud i underkurs, jævnfør selskabslovens § 153, stk. 2. Det anbefales dog, at prisen vurderes ved at stille følgende spørgsmål, der skal kunne besvares med ”nej”: 1.) forfordeler prisen visse eksisterende kapitalejere, og/eller 2.) forringer prisen kreditorernes stilling?¹⁰³ Disse spørgsmål skulle således sikre at ligeretsgrundsætningen ikke overtrædes og der ikke sker forfordeling af majoriteten.

Såfremt der ikke bruges favørkurs, vil der ligeledes kunne findes inspiration i generel værdiansættelse af virksomheder, hvor der findes adskillige modeller og metoder til brug herfor. Der forefindes eksempelvis modeller, hvor værdien bl.a. kan fastsættes på baggrund af virksomhedens historiske resultater, men også EBIT-modellen,¹⁰⁴ der tager udgangspunkt i virksomhedens resultater før skat, vil kunne anvendes til formålet. Fælles for modellerne er dog som oftest, at de er forbundet med betydelige omkostninger til ekstern rådgiver. Derudover vil de samtidig være behæftet med en vis grad af usikkerhed, specielt når virksomhedens fremtidige pengestrømme skal fastsættes og anvendes i modellerne.

Ved fastsættelsen af prisen, desuagtet hvilken metode, der vælges, skal prisen, uden undtagelse, offentliggøres i redegørelsen. Det, at prisen skal offentliggøres, kan i sig selv skabe en række problemstillinger, fordi prisen bliver synlig for alle, og specielt for eventuelle senere købere. Dette i sig selv kan dog medføre, at prisen således ikke sættes (langt) under, hvad der er mest retvisende. I en situation med en meget tæt

¹⁰¹ Kommissionens forslag til ændring af direktivet 77/91/EØF, artikel 23, stk. 1 af 29. oktober 2004.

¹⁰² Kure, Lovlig selvfinansiering, side 297.

¹⁰³ Svensson & Bech-Bruun, Nye regler om selvfinansiering, side 100.

¹⁰⁴ Ibid., side 101

kreds af kapitalejere, kunne dette måske forekomme, hvis de ikke forventer at skulle have nye kapitalejere ind foreløbigt. Samtidig kan denne offentliggørelse muligvis medføre, at kapitalejere – nye som gamle, ikke stemmer for forslaget, udelukkende på baggrund heraf.

Prisen vil i praksis, som ved de andre krav, kræve forskellig grad af agtpågivenhed og vil formentlig blive påvirket af, hvor ofte selskabet skifter kapitalejere, men selvsagt også af ligeretsgrundsætningen og andre for selskabet særligt relevante forhold.

4.4 Generalforsamlingens godkendelse

Før selve dispositionen, som led i selvfinansieringsprocessen, må foretages, skal generalforsamlingen for det første have godkendt det fremstillede forslag herom, ligesom redegørelsen skal godkendes. I den forbindelse er det vigtigt at understrege, at det er redegørelsen i sin fulde længde, der skal godkendes. Generalforsamlingens godkendelse kræver samme majoritet som ved vedtægtsændringer, nærmere bestemt 2/3 majoritet.¹⁰⁵ Det, at der skal være 2/3 majoritet betyder, at 2/3 af stemmerne, der er afgivet, af den repræsenterede selskabskapital, ved generalforsamlingen, skal stemme for forslaget, før det kan godkendes. Såfremt der i vedtægterne for målselskabet er anført skrappe krav til vedtægtsændringer, skal der også tages hensyn hertil ved afstemningen.¹⁰⁶ Ved indførelsen af loven er det imidlertid ikke diskuteret, hvorfor der fra lovgivers side er valgt kun at bruge 2/3 majoritet, fremfor i stedet 9/10 majoritet.¹⁰⁷ Ved brug af 9/10 majoritet ville minoritetsaktionærerne være sikret markant bedre, hvilket fx er tilfældet ved brug af de forskellige former for efterfinansiering.

Ydermere bemærkes det, at hvis der fx stilles forslag om udlån, ved brug af kapital-selskabets frie reserver, til en kapitalejer, så er denne ikke at betragte som værende inhabil på kapital-selskabets generalforsamling og kan således stemme, på lige vilkår, som ved enhver anden generalforsamling. Kapitalejernes inhabilitet på generalforsamlingen indtræder kun, hvis sagen drejer sig om ansvar og søgsmål.¹⁰⁸ I tilfælde,

¹⁰⁵ Selskabslovens § 106, stk. 1.

¹⁰⁶ Neville & Sørensen, Den nye selskabslov, side 295.

¹⁰⁷ von Barnekow, Lovlig selvfinansiering, side 66.

¹⁰⁸ Selskabslovens § 86.

hvor den foreslåede disposition er til ugunst for kapitalselskabet, vil generalklausulen træde i kraft.¹⁰⁹ Tillige vil ligeretsgrundsætningen samt selskabslovens § 108 også sikre, at alle kapitalejere får lige ret. Det må således formodes, at selskabslovens øvrige paragraffer vil hindre de situationer, hvor der til trods for at dispositionen er vedtaget med 2/3 majoritet på kapitalselskabets generalforsamling, stadig er sket forfordeling af én eller flere kapitalejere.

Som tidligere nævnt i dette speciale, havde HLG i deres rapport oprindeligt foreslået, at det centrale ledelsesorgan kunne få en beslutningsbemyndigelse i en begrænset periode, men dette blev ikke imødegået. Generalforsamlingen er således nødt til at tage stilling, hver gang et sådant forslag modtages. I forlængelse heraf kan generalforsamlingen heller ikke godkende en disposition, der allerede er foretaget. Hermed tænkes på den situation, hvor der er sket en disposition, der givetvis må betragtes som ulovlig selvfinansiering, og denne så efterfølgende forsøges lovliggjort ved at bruge reglerne om lovlig selvfinansiering. Her må selskabet i stedet først redde den ulovlige disposition og herefter kan der foretages en ny disposition, der opfylder betingelserne for lovliggørelse heraf.

Hvorvidt det er nødvendigt og sågar hensigtsmæssigt, at forslaget skulle godkendes af generalforsamlingen, er også blevet diskuteret af udvalgte debattører. Én mener ikke, at forslaget vil blive brugt af selskaber med mere end én ejer, medmindre der er tale om et generationsskifte, hvorfor godkendelsen ikke vil hæmme selskabet. Derimod er en anden af den opfattelse, at en børsnoteret virksomhed, der er presset på tid og følsomhed overfor offentligheden, er hæmmet af dette krav, grundet det betydelige antal af kapitalejere. Endeligt gives der udtryk for, at et selskab med få kapitalejere ikke vil være hæmmet heraf.^{110, 111 og 112} Dette må dog indlede en diskussion om gennemsigtigheden, som ville være begrænset kraftigt, hvis kapitalejerne ikke fik indsigt heri. Hertil bemærkes, at kapitalejerne, som udgangspunkt selv har ansat det centrale ledelsesorgan, der således bør agere i selskabets interesse. Endvidere kunne der efterfølgende stilles spørgsmål ved, om offentliggørelsen således stadig skulle ske, hvis der blot var tale om en ledelsesbeslutning.

¹⁰⁹ Gomard & Schaumburg-Müller, *Kapitalselskaber*, side 433.

¹¹⁰ Kure, *Lovlig selvfinansiering*, side 296.

¹¹¹ Ferran, *Simplification of European Company Law on Financial Assistance*, side 96.

¹¹² Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber*, side 292.

De facto er dog, at generalforsamlingen skal godkende både forslaget og redegørelsen. Godkender generalforsamlingen ikke redegørelsen, sker der naturligvis ikke offentliggørelse og dermed heller ikke gennemførelse af den påtænkte disposition.

4.5 Offentliggørelse

Redegørelsen skal offentliggøres i Erhvervsstyrelsens it-systemer, jævnfør et af de grundlæggende principper i 1. selskabsdirektiv, artikel 3. Alternativt skal redegørelsen være modtaget hos Erhvervsstyrelsen senest 2 uger efter generalforsamlingen har godkendt forslaget om selvfinansiering. Selskabslovens § 9 foreskriver, at det er det centrale ledelsesorgans ansvar, at Erhvervsstyrelsen har modtaget redegørelsen rettidigt, jævnfør stk. 2. Offentliggørelsen må dog udelukkende formodes at være et formkrav og ikke et gyldighedskrav, hvorfor manglende opfyldelse heraf må forventes at blive straffet med bøde, jævnfør selskabslovens § 367, stk. 1.¹¹³ Selve finansieringen kan derfor foranlediges, så snart generalforsamlingen har godkendt dispositionen.

4.6 Forsvarlighed indenfor de frie reserver

Foruden ovennævnte krav til lovlig selvfinansiering foreskriver selskabslovens § 208 endvidere, at økonomisk bistand til tredjemand på intet tidspunkt må overstige, hvad der synes at være forsvarligt i forhold til det enkelte kapitalsselskabs - såvel som den samlede koncerns - økonomiske situation. Tillige gælder, at den økonomiske bistand udelukkende må ske for midler, der alternativt kunne være udloddet i form af regulært udbytte. Det er her væsentligt at bemærke, at det udelukkende er det ordinære udbytte, der refereres til, hvormed det er de frie reserver i senest aflagte årsrapport, der danner udgangspunktet. Ikke noget med mellembalancer og lignende, på baggrund af regnskabsmæssige resultater i et igangværende regnskabsår. Dermed sikres, at kreditorernes risiko ikke forøges. Dette på baggrund af en antagelse om, at de frie reserver har en tendens til at ligge ”løst i selskabets lomme”.¹¹⁴

¹¹³ Kure, Lovlig selvfinansiering, side 295.

¹¹⁴ Christensen, Forslag til ny lov om aktieselskaber og anpartsselskaber (kapitalsselskaber), online artikel - side 1.

Yderligere er det vigtigt at understrege, at det ikke er selskabets likvide midler, der ligger til grund for vurderingen af, hvorvidt selskabet besidder frie reserver eller ej, men derimod kapital selskabets egenkapital. Likviditet er således ikke en forudsætning for, at der kan udloddes udbytte. I tilfælde af, at det ønskede udbytte eller udlån skal udbetales, vil kapital selskabet kunne optage et lån i et pengeinstitut eller lignende til brug herfor. Dette er naturligvis betinget af, at optagelsen af lånet vil være forsvarligt i forhold til opretholdelsen af et forsvarligt kapitalberedskab. Såfremt der er risiko for, at kapital selskabet ikke vil kunne tilbagebetale lånet, vil det naturligvis ikke kunne anses som værende forsvarligt og et eventuelt lån, vil dermed skulle tilbagebetales straks.

Det er ydelsestidspunktet, der er det afgørende moment i forhold til forsvarlighedsbetragtningen. Såfremt den økonomiske bistand ydes og der efterfølgende sker et fald i kapital selskabets frie reserver, vil det ikke som udgangspunkt medføre, at udlånet dermed får karakter af at være ulovligt. Sker faldet i kapital selskabets frie reserver derimod i perioden mellem godkendelses- og ydelsestidspunktet, påhviler det kapital selskabets centrale ledelsesorgan at hindre den forestående ydelse af økonomisk bistand, såfremt denne ikke længere synes at være forsvarlig i forhold til det påkrævede kapitalberedskab. I en sådan situation er det endvidere vigtigt, at kapital selskabets bestyrelse/direktion holder sig selskabslovens § 119 omkring kapitaltab for øje.

I selskabslovens § 208 står det ikke direkte nævnt, at der skal være dækning for såvel selskabskapitalen som for de øvrige reserver, der er bundet i henhold til lov eller vedtægter. Det må dog antages, at de restriktive regler, der står opført i selskabslovens § 179, stk. 2, omhandlende forsvarligt kapitalberedskab, ligeledes gør sig gældende i relation til selvfinansieringen. Det, der belyses i foregående paragraf, er en præcisering af det ledelsesansvar, der er pålagt samtlige medlemmer af ethvert kapital selskabs centrale ledelsesorgan. Paragraffen er således helt central i forhold til kapitalafgang fra ethvert kapital selskab, uanset hvordan denne lovlige afgang af selskabskapitalen finder sted.

4.6.1 Kapitalselskabets frie reserver

De frie reserver defineres i selskabsretlig henseende som de reserver, der ikke er bundet i henhold til lov, eller vedtægt. Tidligere stod de bundne reserver, der ikke kan anvendes til udbytte, positivt nævnt i aktieselskabslovens § 110. I medfør af indførelsen af selskabsloven tilbage i 2009, blev denne paragraf videreført i form af § 180. Det bør dog bemærkes, at det nu ikke længere står positivt opført i selve lovteksten, hvilke reserver, der karakteriseres som bundne. Hvad der kan karakteriseres som frie reserver må således læses modsætningsvist af selskabslovens § 180, stk. 2, eller i årsregnskabslovens specifikke paragraffer herom.

Af regnskabslæren fremgår, at kapitalselskabets egenkapital er opdelt i henholdsvis selskabskapital samt yderligere bundne og frie reserver. Ved en bunden reserve referes der til beløb, der udelukkende tilhører selskabet og som derfor ikke kan anvendes til andre formål. Ved at omkonvertere fra kapitalselskabets frie reserver til de bundne, sikres det, at samme beløb ikke anvendes til flere transaktioner, eksempelvis i form af udbytte og som led i en selvfinansiering.

Da det udelukkende er de frie reserver, der kan anvendes til brug for selvfinansiering, er det vigtigt at få præciseret, hvilke restriktioner de enkelte former for reserver er underlagt i henhold til lovgivningen.

Den første og måske mest oversete reserve er selskabskapitalen. Ved gennemgang af både årsregnskabs- og selskabsloven fremgår det ikke eksplicit, at selskabskapitalen er at betragte som en bunden reserve. Ved lov nr. 616 af 12. juni 2013, blev det dog i selskabslovens § 179, stk. 2, 2. pkt. præciseret på en sådan måde, at selskabskapitalen fortsat skal være intakt, efter der er sket udlodning fra selskabet. Der kan således ikke længere herske nogen form for tvivl om, hvorvidt selskabskapitalen er at betragte som en bunden reserve og dermed ikke kan udloddes, eller lånes ud, som et led i lovlig selvfinansiering.¹¹⁵

I forlængelse af en selskabsstiftelse er det muligt at stifte til overkurs og dermed straks overføre en form for arbejdskapital til selskabet. Denne skulle indtil 2004 betragtes som en bunden reserve, hvormed denne ej heller var tilladt til brug for udlod-

¹¹⁵ Bunch og Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 642.

ning af udbytte. Dette blev dog ændret ved lov nr. 226 af 31. marts 2004, hvorefter overkursen sammenholdes med det overførte resultat. Denne transaktionsændring medfører, at en overkurs nu er gået fra at være en bunden reserve til at blive en del af de frie reserver, der kan anvendes til brug for udbytte og lovlig selvfinansiering.¹¹⁶

I forbindelse med kapitalsselskabets regnskabsaflæggelse, kan der forekomme situationer, hvor årsregnskabsloven tillader kapitalsselskabet at afvige hovedreglen omkring indregning til kostpris, med fradrag for af- og nedskrivninger af dets anlægsaktiver. Dette blev særligt aktuelt efter indførelsen af begrebet dagsværdi, tilbage i 2001. For disse opskrivningsreserver gælder, i henhold til årsregnskabslovens § 41, at de indregnes som en særskilt post under kapitalsselskabets egenkapital og indgår som en del af de bundne reserver. Opskrivningsreserven vil udelukkende kunne formindskes ved salg af det pågældende aktiv, ændring i regnskabsmæssigt skøn, nedskrivning grundet lavere genindvindingsværdi, eller ved reducere som følge af sædvanlige afskrivninger. Regnskabsposten vil således ikke kunne overføres til kapitalsselskabets overførte resultat og vil således heller ikke kunne anvendes til hverken udbytte, eller lovlig selvfinansiering.¹¹⁷

Yderligere opstår der i de situationer, hvor et kapitalsselskab anvender den indre værdis metode til indregning af kapitalandele, endnu en opskrivningsreserve. Årsregnskabslovens § 43 a foreskriver, at der ikke under egenkapitalen kan bindes et negativt beløb. I et sådant tilfælde vil det skulle reducere det overførte resultat og indgår således ikke som en ”reducing” af kapitalsselskabets øvrige bundne reserver. Omvendt medfører en negativ indregning en reducere af kapitalsselskabets frie reserver, der vil kunne udloddes som udbytte, eller indgå i eventuelle selvfinansieringsplaner. Er der derimod tale om en regulær opskrivning, vil denne enten kunne bindes på egenkapitalen som en opskrivningsreserve og herefter udelukkende kunne reduceres i kraft af salg, eller ændring af regnskabsmæssigt skøn. Alternativt kan opskrivningen anvendes til underskudsreducing. Summa summarum er, at en sådan opskrivning,

¹¹⁶ Bunch og Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 642.

¹¹⁷ Bunch og Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 642-43.

efter den indre værdis metode, under ingen omstændigheder må anvendes til udbytte og dermed heller ikke til lovlig selvfinansiering.¹¹⁸

Indførelsen af selskabsloven, tilbage i 2009, medførte tillige væsentlige ændringer af årsregnskabsloven. I selskabsloven blev der som bekendt indført regler omkring lovlig selvfinansiering, hvilket havde den afledte effekt, at der i årsregnskabet indførtes en ny reserve, der skal sikre at udlån og sikkerhedsstillelser ikke anvendes til mere end ét konkret formål. Har et kapitalselskab således ydet lån, eller stillet sikkerhed, som led i lovlig selvfinansiering, skal beløbet flyttes fra de frie reserver til en regnskabsmæssig urørlig post, der bindes på egenkapitalen, jævnfør årsregnskabslovens § 35 a. Denne kan udelukkende reduceres i takt med, at lånet afdrages. Der er dog åbnet op for den mulighed, at efterfølgende års udbytter vil kunne anvendes til reduktion af det ydede lån, såfremt kapitalejeren, senest på kapitalselskabets balancedag, endegyldigt har accepteret den forestående modregning. Da lånet eller sikkerhedsstillelsen som beskrevet fjernes fra kapitalselskabets frie reserver, vil en sådan binding ligeledes ikke kunne anvendes til hverken udbytte, eller yderligere selvfinansiering.

En anden konsekvens ved indførelsen af selskabsloven er at finde i selskabslovens § 33, hvor det for aktie- og anpartsselskaber nu tillades, at kun 25 pct. af selskabskapitalen indbetales – dog mindst 50.000 kr. Da der ikke fra kapitalselskabets ledelse skal kunne spekuleres i, hvorvidt manglende indbetaling af kapital vil kunne øge de frie reserver og dermed munde ud i udlodning af udbytte, er der i årsregnskabslovens § 35 b indført en regel om, at ikke indbetalt selskabskapital skal bindes på egenkapitalen og dermed fragår de frie reserver. Tilsvarende gør sig gældende for en eventuel overkurs.¹¹⁹ Der vil således ikke være mulighed for at anvende den manglende indbetaling til brug for udbytte, såvel som lovlig selvfinansiering.¹²⁰

¹¹⁸ Bunch og Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 642.

¹¹⁹ Gælder kun for anpartsselskaber. For aktieselskaber gælder, at hele overkursen skal indbetales, jævnfør selskabslovens § 33.

¹²⁰ Bunch og Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 644-45.

4.6.2 Vurdering af forsvarlighed

Hvorvidt selve udlodningen af udbytte, eller udlån, i forbindelse med selvfinansiering er forsvarligt i relief til selskabslovens § 179, stk. 2, omkring forsvarligt kapitalredskab, er det centrale ledelsesorgans ansvar. Det er i henhold til selskabslovens § 115, nr. 5, bestyrelsens ansvar at sikre, at kapitalselskabet til enhver tid har et fornødent kapitalberedskab og kan imødegå nuværende, såvel som fremtidige, forpligtelser i takt med at disse forfalder. I tilfælde af, at der er tale om et kapitalselskab uden en bestyrelse, vil samme forpligtelse tilfalde direktionen, jævnfør selskabslovens § 118, stk. 2.

Vurderingen af, hvorledes et kapitalselskabs kapitalberedskab er forsvarligt er individuelt og der kan således ikke opstilles konkrete krav, gældende for samtlige kapitalselskaber. Foruden forskellige kapitalstrukturer i de forskellige kapitalselskaber, vil livscyklussen endvidere fremstå som individuel og dermed ikke sammenlignelig. Om det pågældende kapitalselskab således besidder et forsvarligt kapitalberedskab, eller ej, må bero på en individuel betragtning på baggrund af netop dette kapitalselskabs økonomiske situation mv. Væsentligt er det dog at bemærke, at det er kapitalselskabets ledelse, der i første omgang er ansvarlig for at foretage denne vurdering, og dermed dem, der risikerer at ifalde ansvar, såfremt betragtningen ikke synes at holde stik. Der er således tale om en vægtning mellem ledelsesmæssigt skøn sammenholdt med en vis form for professionel skepsis. Begrundelsen for denne antagelse er, at lovens forskrifter omkring et til enhver tid forsvarligt kapitalberedskab medfører, at kapitalselskaber i større, eller mindre økonomiske vanskeligheder, er nødsaget til at ”opspare” de frie reserver for at opruste i forhold til kommende udfordringer.

4.7 Sædvanlige markedsvilkår

I forbindelse med, at kapitalselskabet ønsker at yde økonomisk bistand, til tredje- mand, er det væsentligt at holde sig for øje, at det skal ske på markedsmæssige vilkår. Dette gør sig gældende ved erhvervelse af allerede eksisterende kapitalandele og ved nytegning i forbindelse med en emission.¹²¹ Ved vurdering af, hvorvidt den økonomiske bistand til brug for selvfinansiering, er ydet på markedsmæssige vilkår, kan kapitalselskabets centrale ledelsesorgan som udgangspunkt anvende en tommelfingerre-

¹²¹ Christensen, Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret, side 418.

gel, der fastslår, at lånet skal være ydet på samme betingelser, som en uafhængig tredjemand ville tilbyde den pågældende låntager, ved anvendelse af nøjagtig samme vilkår og ikke mindst samme risiko. Foranstående definition minder til forveksling om kravet til den foretagende kreditvurdering i selskabslovens § 206, stk. 3. Disse to betingelser er således at betragte som værende indbyrdes afhængige, hvormed betragtningen omkring markedsmæssige vilkår således bør underlægges en mere nøgtern vurdering på baggrund af den udarbejdede risikovurdering.¹²²

Blandt de mange debattører hersker der uenighed om, hvorvidt den økonomiske bistand skal ydes på vilkår, som også en uafhængig tredjemand ville tilbyde. De, der tilslutter sig denne objektive fortolkning heraf,¹²³ er af den overbevisning, at selvfinansiering udelukkende må ske, hvis betingelserne herfor også kunne opnås gennem en uafhængig tredjepart. På den anden side står de, der tillægger sig en mere subjektiv betragtning¹²⁴ og dermed ikke mener, at lovteksten skal tillægges så bogstavelig en fortolkning. Til grund herfor angives eksempelvis, at selvfinansieringen ville miste en væsentlig del af sin glans, da finansieringen dermed ligeså godt kunne finde sted gennem den tredjemand, der så var villig til at yde lånet, eller sikkerhedsstillelsen. Endvidere vil den professionelle långivers risikoprofil ikke nødvendigvis være identisk med det udlånende selskabs og situationerne er således ikke helt sammenlignelige.¹²⁵

Hele bestemmelsen i selskabslovens § 209 skal sikre, at den enkelte kreditors stilling ikke svækkes, og kapitalejerne i samme ombæring opnår en utilsigtet begunstiggelse. Den førnævnte paragraf skal endvidere sikre, at der ikke kapitalejerne imellem sker en urimelig forfordeling. Det er således op til det centrale ledelsesorgan at sikre, at udlånet sker på forsvarlige vilkår, specifikt tiltænkt i forhold til fastlæggelsen af rentesats, løbetid, sikkerhedsstillelse samt selve kreditvurderingen. Lovforslaget foreskriver endvidere, at der ikke er noget til hinder for at anvende en favørkurs.¹²⁶

Ved definition af, hvorvidt et udlån er ydet på markedsmæssige vilkår er det vigtigt at kapital-selskabet er opmærksomt på, at det ikke kun er renten, der kan volde kapital-

¹²² Bunch og Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 788.

¹²³ Lerche-Gredal & Bang, Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelser, side 26.

¹²⁴ Andersen, Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, side 293 og Kure, Lovlig selvfinansiering, side 299.

¹²⁵ Andersen, Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, side 282.

¹²⁶ Lovforslag om selskabsloven, af den 3. december 2008, side 342.

selskabet store problemer. Dette gør sig endvidere gældende for løbetiden, sikkerhedsstillelsen samt afdragsvilkårene. Der må således skeles til lignende lån, eller sikkerhedsstillelser, der ydes på et tilsvarende marked. Det at løbetiden skal fastsættes på markedsmæssige vilkår medfører umiddelbart, at en kapitalejer ikke kan opnå et afdragsfrit lån, medmindre der foreligger en skriftlig saglig begrundelse for, at denne form for afdragsprofil synes at være vilkårene på det pågældende marked.¹²⁷

Ved vurdering af, hvorledes der som led i dispositionen sker opfyldelse i forhold til de markedsmæssige vilkår må som beskrevet ovenfor anskues ud fra flere vinkler. Et af de aspekter, der skal vurderes som led heri, er den rente som målselskabet vil opnå fra den tredjemand som den økonomiske bistand ydes til. Her skal specifikt vurderes på, hvorvidt denne er i overensstemmelse med markedsrenten.¹²⁸ Ved markedsrenten skal forstås den rente, der fastsættes på et frit marked på baggrund af udbud og efterspørgsel. Størrelsen på renten er til dels afhængig af konjunktur, men også af andre forhold som eksempelvis løbetid og kreditrisiko. Et andet forhold, der kræver belysning, er den sikkerhedsstillelse som tredjemand skal betale for at modtage det pågældende lån. Dette må således bero på en individuel vurdering, hvor kreditværdigheden skal ses i sammenhæng med den ydede sikkerhedsstillelse. En høj kreditværdighed vil således medføre en lavere sikkerhedsstillelse og omvendt. Det er endvidere en forudsætning, at der ikke sker misforhold mellem netop sikkerhedsstillelse og kreditværdighed. Det er således af afgørende betydning, at den økonomiske bistand som kapitalselskabet yder, er tilstrækkeligt sikret – eksempelvis i form af pant. Sikringen skal ske på baggrund af den risiko som kapitalselskabet påtager sig samt øvrige relevante markeds forhold.¹²⁹

Det er nu konkretiseret, at ydelse af økonomisk bistand skal ske på markedsmæssige vilkår – men hvad ligger der egentlig i dette begreb? Ved kig på lovteksten i selskabslovens § 209, sker der ikke nærmere uddybning heraf. Gennemgangen af lovforarbejderne medvirker til fastlæggelse af de begreber som markedsmæssige vilkår indebærer. Her tænkes implicit på renten og lånets løbetid samt sikkerhedsstillelse i forlæn-

¹²⁷ Modernisering af selskabsretten, side 1.025.

¹²⁸ Werlauff, Guldbæk Larsen og Riskjær Larsen, Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - Muligheder og faldgruber, side 50.

¹²⁹ Ibid.

gelse heraf. Det præciseres dog ikke, hvorledes disse begreber konkret skal forstås i denne sammenhæng – og ikke mindst hvordan der skal ske vurdering heraf.

I forbindelse med det af Erhvervs- og Vækstministeriet fremsatte lovforslag, omhandlende betinget lovliggørelse af kapitalejerlån, bliver ministeren spurgt til, hvorledes begrebet markedsmæssige vilkår skal fortolkes. Hertil svares, at markedsmæssige vilkår, skal forstås som de vilkår, der må anses som værende sædvanlige mellem parter med tilsvarende forhold i markedet. Ved lånets vilkår tænkes specifikt på rentefod, sikkerhedsstillelse samt kreditvurdering. Tillige tillægges de aftalte terminer for afvikling af lånet en væsentlig betydning. Det påpeges endvidere, at vilkårene skal svare til de lånevilkår, der vil kunne opnås i en bank.¹³⁰ De omstændigheder, der skal tages højde for bliver således ridset op, men endnu engang tages der ikke yderligere stilling hertil.

Ved gennemgang af den danske lovtekst og de bagvedliggende forarbejder, har vi således ikke kunne klarlægge, hvad der eksakt skal lægges til grund for vurderingen af markedsmæssige vilkår. Vi har således været nødsaget til at kigge dybere ned i kapitaldirektivet, der ligger til grund for implementeringen i den danske selskabsret. Her fremgår det hverken af præamblen, eller af artikel 23, stk. 1, hvorledes begrebet markedsmæssige vilkår skal fortolkes. I kapitaldirektivet står blot opført, at der ved vurdering af markedsmæssige vilkår skal tages højde for rente, løbetid samt sikkerhedsstillelse. Det tydeliggøres således, at den danske lovtekst har lagt sig op af den EU-retlige, men der tilføres ikke yderligere information hertil.

Vi har således valgt at søge inspiration i skatteretten. Begrundelsen herfor skal blandt andet ses i lyset af en kommerciel udtalelse fra Erhvervsstyrelsen. Heri tilkendegiver Erhvervsstyrelsen netop, at det som oftest vil være skattemyndighederne, der foretager en sådan vurdering, hvormed det må synes yderst relevant at dykke ned i skattelovgivningen.¹³¹

¹³⁰ Erhvervs-, Vækst- og Eksportudvalget, L 23, Bilag 1, Høringsnotat vedrørende forslag til lov om ændring af selskabsloven og årsregnskabsloven af den 4. oktober 2016, side 10-11.

¹³¹ Svensson & Krarup, Nye regler om selvfinansiering, side 98.

4.7.1 Markedsmæssige vilkår i et skatteretligt perspektiv

Afsættet i dansk skatteret skal hentes i ligningslovens § 2, hvoraf begrebet armslængde vilkår fremtræder. Det såkaldte armslængde princip går i al sin enkelhed ud på, at transaktioner mellem interesseforbundne parter, skal ske på sædvanlige markedsvilkår, hvilket vil sige, at der til grund for transaktionen skal lægges samme vilkår, som det vil være tilfældet ved indgåelse af tilsvarende aftale med en uafhængig part. Såfremt der er tale om en transaktion, der ikke er foretaget på armslængde vilkår, vil det formodes, at den beslutning, der ligger til grund for den givne transaktion, er styret af andre forhold, end lige netop markedsbestemte hensyn.¹³² Det, at der i skatteretlig forstand sker en korrektion medfører, at skattemyndighederne stiller de faktiske betingelser overfor en tilsvarende hypotetisk situation, hvor de mener de markedsmæssige vilkår er iagttaget.

I skatteretlig henseende skal markedrenten forstås som den rente, som to uafhængige parter ville være nået frem til i et tilsvarende låneforhold.¹³³ Som led i denne ligning skal der til brug for rentefastsættelsen ske en betragtning af de bagvedliggende betingelser for ydelsen af det pågældende lån. Til brug for denne vurdering må der givetvis sondres mellem fordringens størrelse, hvorvidt denne er sikret eller ej samt afdragsprofilen. Herforuden skal det klarlægges, hvorvidt der sker nogen form for sanktioner ved manglende overholdelse aftalevilkårene.¹³⁴ Udelukkende i de situationer, hvor det ikke er muligt at fastsætte en rente, kan der undtagelsesvist anvendes en fastlagt sats, der udgør diskontoen + 4 pct.¹³⁵

Ved fastsættelse af markedrenten mellem eksempelvis et selskab og dets kapitalejer er der i praksis adskillige afgørelser på, at dette enten ikke er sket, eller omvendt, at SKAT mener den anvendte rentesats er for lav.

Et eksempel på, at skattemyndighederne foretager denne rentefiksering er en afgørelse fra Østre Landsret fra 2009.¹³⁶ Her er sagen den, at en skatteyder ejede 50 pct. af et anpartsselskab, hvortil hun havde udlånt 1.100.000 kr. uden nogen form for sikker-

¹³² Werlauff, Selskabsskatteret, side 412.

¹³³ Ligningsvejledningen, selskaber og aktionærer, S.I.1.3.2.

¹³⁴ Besvarelse af spørgsmål 356, stillet af skatteudvalget den 30. maj 2006, almindelig del.

¹³⁵ På baggrund af afgørelserne, der er behandlet nedenfor.

¹³⁶ TfS 2009.232 Ø.

hedsstillelse og tillige uden tilskrivning af renter. Den øvrige andel af selskabet var ejet af pågældende skatteydere ægtefælle. Selve tvisten gik i denne sag på, hvorvidt skattemyndighederne var berettiget til at foretage en rentefiksering og dermed pålægge selskabet en rentebyrde på diskontoen + 4 pct. Landsretten fandt, at skattemyndighederne ikke havde foretaget en individuel skønsmæssig vurdering af den pågældende rentefod, hvormed de ikke umiddelbart synes at have belæg for den foretagne rentefiksering. Skattemyndighederne endte dog med at blive frifundet og der skulle således ske forrentning af lånet svarende til diskontoen + 4 pct. Begrundelsen herfor skal findes i, at selskabet havde optaget anlægs lån ved deres primære bankforbindelse – et lån, der var opnået mod sikkerhedsstillelse og til en højere rente, end den skattemyndighederne ville pålægge selskabet i forhold til ydelsen af det private lån.

Ved sikkerhedsstillelser derimod, bekræfter en landsskatteretskendelse,¹³⁷ at der ved ydelse af kaution skal ske betaling herfor. Dette begrundes med, at kapitalselskabet ikke vil stille kaution for tredjemand, uden at opnå betaling herfor. I denne konkrete kendelse var der tale om et datterselskab, der overfor en varekreditor havde stillet en bankgaranti på 1.700.000 kr. til sikkerhed for kredit ved vareleverancer. Moderselskabet stiller efterfølgende selvskyldnerkaution for netop denne bankgaranti. For denne garanti har datterselskabet betalt 0,5 pct., men har derimod ikke betalt for sikkerhedsstillelsen. Det oplyses endvidere, at et lokalt pengeinstitut har tilkendegivet, at de som udgangspunkt tager 1,5 pct. i provision ved sikkerhedsstillelser. Indkomstgrundlaget blev herefter forhøjet for moderselskabet, som følge af den manglende indtægt ved den ydede sikkerhedsstillelse. Dette er således ét af de forhold, der skal tages højde for ved vurderingen af, hvorvidt den forestående disposition sker på markedsmæssige vilkår.

Hvorledes skatteretten vinder indpas i selskabsretlig regi, må bero på formodninger - uanset ministerens udtalelser om, hvorledes der synes at være sat lighedstegn mellem det selskabsretlige begreb markedsmæssige vilkår på den ene side, og den skatteretlige betragtning på den anden. Grænserne kan således synes at være flydende og udefinerbare. Vi finder det derfor vigtigt at understrege, at skatteretten udelukkende bør anvendes som inspiration.

¹³⁷ SKM2005.253.LSR.

Ved vurdering af, hvorvidt den påtænkte selvfinansiering ydes på markedsmæssige vilkår, må anses som værende baseret på et temmelig frit skøn, foretaget af kapital-selskabets centrale ledelsesorgan.¹³⁸ Der kan forekomme situationer, hvor det centrale ledelsesorgan må se sig nødsaget til at kræve sikkerhed for den økonomiske bistand – eventuelt i form af pant i overdragende kapitalandele som led i selvfinansieringspro- cessen. Ved misligholdelse fra erhververens side vil dog skabes en form for cirkulært onde, idet en eventuel nedskrivning vil medføre en reducere af kapital-selskabets egenkapital samtidig med, at pantets værdi reduceres tilsvarende.¹³⁹ Kapital-selskabets centrale ledelsesorgan må således sikre sig, at de kan dokumentere at vilkårene for ydelsen af den økonomiske bistand kunne anses som værende sædvanlige på det tidspunkt, hvor der træffes beslutning herom.¹⁴⁰

5. GENNEMFØRELSE AF LOVLIG SELVFINANSIERING

Brugen af betingelserne for lovlig selvfinansiering kan benyttes ved helt eller delvist ejerskifte, der som oftest sker ved erhvervelse af allerede udstedte kapitalandele eller som led i en kapitalforhøjelse. Begge former for gennemførelse af lovlig selvfinansie- ring, er forbundet med nogle særegne krav, som vil blive beskrevet nærmere neden- for.

5.1 Erhvervelse af allerede udstedte kapitalandele

Erhvervelse af allerede udstedte kapitalandele medfører, at tredjemand køber nuvæ- rende kapitalejers(ejeres) andel(e), hvormed et givent antal kapitalandele skifter ejer. Dette kan således medføre, at ejerforholdet i selskabet ændres markant. En minori- tetsaktionær vil gennem erhvervelse af yderligere kapitalandele eksempelvis kunne opnå majoriteten i kapital-selskabet. Tilsvarende gør det sig gældende, at en majori- tetsaktionær, ved yderligere erhvervelse af kapitalandele, vil kunne opnå større suve- rænitet. Ved sælgers afhændelse af kapitalandele er det tillige vigtigt at være opmærk- som på, at eventuelle vedtægtsmæssige krav overholdes.

¹³⁸ Kure, Lovlig selvfinansiering, side 299.

¹³⁹ Melander, Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2?, side 181.

¹⁴⁰ Kure, Lovlig selvfinansiering, side 299.

Udgangspunktet ved erhvervelse af kapitalandele er, at tredjemand selv er ansvarlig for at fremskaffe den fornødne likviditet til finansieringen heraf. Dette kan, som tidligere beskrevet i specialet, ske på flere måder, fx ved optagelse af lån på det finansielle marked. Der, hvor brugen af den lovlige selvfinansiering adskiller sig er, at det nu er målselskabet selv, der foranlediger finansieringen af den forestående erhvervelse. Målselskabet kan vælge at stille midlerne til rådighed for erhvervelsen. Alternativt kan det vælges at stille sikkerhed for tredjemands optagelse af lån, ved en ekstern part.

Som led i erhvervelsesprocessen er det netop væsentligt at bemærke, at der ikke er noget til hinder for, at långiver tager pant i de kapitalandele, der erhverves i målselskabet. Omvendt er det ikke tilladt at forgrube sig på målselskabets substans, uden samtidig at iagttage betingelserne for lovlig selvfinansiering.

5.2 Kapitalforhøjelse

Ved en kapitalforhøjelse øges selskabets kapital, med henblik på at få en ny kapital-ejer ind, eller til brug for ændring af et allerede eksisterende ejerforhold. En kapitalforhøjelse kan bl.a. ske i form af en såkaldt *rettet emission*. Denne form for kapitalforhøjelse indebærer, at der ikke sker forholdsmæssigt udbud af kapitalandelene til ejerkredsen, men derimod til udvalgte personer, der både kan være eksisterende, men også mulige fremtidige kapitalejere. En *rettet emission* medfører således, at kapitalejernes normale ret til forholdsmæssig tegning, jævnfør selskabslovens § 162, stk. 1,¹⁴¹ fraviges.¹⁴² En fravigelse indebærer, at minoriteten kan overses, hvilket dog gerne skulle undgås ved brug af generalklausulen.

Foruden *rettet emission*, vil *parallel emission* også være en mulighed, der bør overvejes. *Parallel emission* medfører, modsat *rettet emission*, at der sker en form for afbalancering, således minoritetsaktionærerne også får mulighed for at tegne nye kapitalandele til samme værdi som den nye kapitalejer. *Parallel emissionen* medfører således, at der ikke, som ved en *rettet emission*, sker forskydelse af rettighederne.

Kapitalforhøjelsen kan ske til enten favørkurs, eller markedskurs. Ved anvendelse af markedskursen påkræves kun 2/3 majoritet ved beslutningen om, hvorvidt den for-

¹⁴¹ Denne regel er medtaget i selskabsloven for at sikre, at kapitalejeren som hovedregel ikke risikerer at dennes del af de samlede kapitalandele får mindre at sige til fordel for selskabets og måske de andre kapitalejeres interesser.

¹⁴² Jævnfør selskabslovens § 162, stk. 2.

holdsmæssige tegningsret skal tilsidesættes. Såfremt der derimod anvendes favørkurs, vil der være påkrævet 9/10 majoritet, jævnfør selskabslovens § 107, stk. 2, nr. 1, når kapitalforhøjelsen sker til fordel for tredjemand. Er der derimod tale om en kapitalforhøjelse, der retter sig mod nuværende kapitalejere, skal der, grundet ligeretsgrundsetningen, være enstemmighed før der kan ske vedtagelse heraf.

Hvorvidt kursen skal betegnes som henholdsvis markeds-, eller favørkurs, kan Erhvervsstyrelsen ikke tage stilling til,¹⁴³ da dette kræver betydelig viden om det enkelte kapitalselskab. Det er således op til det centrale ledelsesorgan at foranledige en vurdering heraf. Til grund for vurderingen kan eksempelvis ses på parametre, så som udbuddets størrelse, den branche som selskabet agerer indenfor samt den metode, der anvendes til brug for kapitalforhøjelsen.¹⁴⁴

Fælles for begge forslag om kapitalforhøjelse er, at forslaget skal være tilgængeligt for kapitalejerne senest 2 uger før afholdelse af generalforsamlingen.¹⁴⁵ I tilfælde af, at forslaget ikke skal behandles på den ordinære generalforsamling, skal der for aktieselskaber, i henhold til selskabslovens § 156, stk. 2, tillige fremlægges kopi af senest godkendte årsrapport, en beretning fra aktieselskabets centrale ledelsesorgan samt en erklæring fra aktieselskabets revisor. Den førnævnte beretning skal ”berette” om væsentlige begivenheder, der er indtruffet efter årsrapportens aflæggelse, og som påvirker aktieselskabets stilling. Oplysningerne skal ikke gives, hvis de kan ende med at skade aktieselskabet. Det er efterfølgende disse beretnings oplysninger som revisor bevidner i sin erklæring. Der kan være situationer, hvor ovenstående kan undlades – eksempelvis hvis det er generalforsamlingen, der skal træffe beslutning om kapitalforhøjelsen.¹⁴⁶

Generalforsamlingen kan, ved anførelse i vedtægterne, bemyndige det centrale ledelsesorgan til at foretage kapitalforhøjelse i op til fem år, jævnfør selskabslovens § 155, stk. 1. Dette ændrer dog ikke på, at såfremt der som led i kapitalforhøjelsen anvendes lovlig selvfinansiering, fortsat skal ske godkendelse af denne disposition på generalforsamlingen.

¹⁴³ Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 596.

¹⁴⁴ Ibid., side 450.

¹⁴⁵ Jævnfør selskabslovens § 98.

¹⁴⁶ Jævnfør selskabslovens § 156, stk. 3.

6. LOVLIG SELVFINANSIERING KONTRA LOVLIG EFTERFINANSIERING

Ved finansiering af en aktieoverdragelse, hvor et kapitalselskab får ny hovedaktionær, er der i bund og grund kun én, der finansierer dette, nærmere betegnet målselskabet selv. Det umiddelbare forbud mod selvfinansiering i selskabslovens § 206, stk. 1, hindrer dog som udgangspunkt adgangen til kapitalselskabets midler, hvilket medfører et misforhold i medfør af kapitalejernes reelle behov for at foretage kapitaludtræk.¹⁴⁷

6.1 Efterfinansiering

I forlængelse af ovenstående, er det således væsentligt at få klarlagt, hvorvidt ”efterfinansiering”, foretaget efter erhvervelsen af målselskabet, strider mod selvfinansieringsforbuddet. Begrebet ”efterfinansiering” er ikke en anvendt term i selskabslovens forskrifter, men anvendes til trods herfor i praksis samt i litterære sammenhænge. Afgørende for begrebet ”efterfinansiering” er ikke tidsaspektet, men snarere hvorvidt udbetalingen sker efter særlige kapitalbeskyttelsesregler. Dette gør sig eksempelvis gældende ved udlodning af udbytte, likvidationsprovenu, kapitalnedsættelse og lignende.¹⁴⁸ Endvidere anvendes betegnelsen tillige i retspraksis – eksempelvis i en afgørelse fra Højesteret tilbage fra 2006, den såkaldte Procuritas-dom.¹⁴⁹

I årene frem til 2006 var der angiveligt blandt mange aktører usikkerhed om, hvorvidt anvendelse af ”efterfinansiering” ville stride mod det absolutte selvfinansieringsforbud.¹⁵⁰ Én debattør var derimod af den opfattelse, at reglerne omhandlende ”efterfinansiering” givetvis må have forrang for selvfinansieringsforbuddet. Dette begrundes med: *”Man kan udtrykke forholdet mellem selvfinansieringsforbuddet og den beskyttede kategori af transaktioner (udbytte, egne aktier, kapitalnedsættelse, fusion, likvidation) således, at det ved lex specialis-afgrænsningen mellem to regelsæt, der begge synes at kunne anvendes på samme transaktion, men hvoraf 1) det ene opstiller et tilsyneladende kategorisk og ufravigeligt forbud, mens 2) det andet*

¹⁴⁷ Werlauff, selvfinansieringsforbud contra lex specialis, side 367.

¹⁴⁸ Ibid., side 368.

¹⁴⁹ U 2006.145 H.

¹⁵⁰ Kruhl & Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, side 181.

opstiller nuancerede krav til transaktionen, for at den er lovlige, er naturligt at lade sidstnævnte regelsæt have forrang".¹⁵¹

Ovenstående anskuelse blev yderligere bekræftet i form af Procuritas-dommen. Alle fem dommere, i denne sag fra Højesteret, nåede i enighed frem til, at efterfinansiering i form af frie midler ikke strider mod selvfinansieringsforbuddet, når blot aktieselskabslovens¹⁵² øvrige forskrifter overholdes.

Ligeledes blev det i 2007 indført i aktieselskabsloven, at det for børsnoterede selskaber først var tilladt at udlodde selskabets midler efter en periode på 12 måneder, medmindre det fremgik af det udarbejdede tilbudsdokument, at køber havde til hensigt at foretage efterfølgende udlodning af udbytte.¹⁵³ Denne "karens-regel" er desuden videreført i form af selskabslovens § 184. Det fremgår af betænkningen til selskabsloven, at efterfølgende udbetaling af udbytte – ordinært såvel som ekstraordinært - som udgangspunkt ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet, da de tidligere ejere på tilsvarende vis, kunne have anvendt disse reserver til brug for udbytte.¹⁵⁴

og¹⁵⁵ Indførelsen af denne formulering i dansk selskabsret synes tillige at bekræfte, at efterfinansiering ikke begrænses af det umiddelbare forbud mod selvfinansiering.

Erhvervsstyrelsens administrative praksis er dog knap så konkret, som det kunne ønskes, hvormed de fortsat udøver en konkret vurdering af hver enkel sag. På baggrund af den tidligere omtalte Procuritas-dom, har Erhvervsstyrelsen dog tilkendegivet, at de tillige er enige i, at "efterfinansiering" har forrang for selvfinansieringsforbuddet.¹⁵⁶

6.1.1 Former for efterfinansiering

I selskabslovens kapitel 11 er oplyst de muligheder, hvorpå uddeling af selskabets midler til dets kapitalejere, kan finde sted. I forlængelse heraf, synes det væsentligt at pointere, at det specifikt er disse fire oplyste måder, der kan anvendes til brug for

¹⁵¹ Werlauff, Selvfinansieringsforbud contra lex specialis, side 369.

¹⁵² Nu selskabsloven.

¹⁵³ Lov 2007-06-06 nr. 576 – indførelsen af aktieselskabslovens § 109, stk. 2 og 3.

¹⁵⁴ Modernisering af selskabsretten, side 511.

¹⁵⁵ U.f.R 1999.1429 (V)

¹⁵⁶ Bunch & Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, side 570.

lovlige udtræk af et kapitalselskabs midler.¹⁵⁷ De fire former for lovlig kapitalafgang er:

- udlodning af ordinært udbytte
- udlodning af ekstraordinært udbytte
- udlodning i forbindelse med kapitalnedsættelse
- udlodning af likvidationsprovenu.

Ved anvendelse af én af ovenstående former for kapitaludtræk, er det vigtigt at bemærke, at det også i denne sammenhæng er det centrale ledelsesorgan, der er ansvarlige for, at det/de foretagne kapitaludtræk, ikke sker til skade for hverken selskabet selv, eller for dets kreditorer. Samtidig skal de sikre, at de påtænkte udlodninger ikke medfører indgreb i selskabskapitalen, eller de øvrige bundne reserver.¹⁵⁸

Til brug for udlodning af ordinært udbytte, kan som tidligere nævnt, udelukkende anvendes reserver, der ikke på tidspunktet for senest aflagte årsrapport, var bundet i forhold til lov, eller vedtægter.¹⁵⁹ Denne form for udlodning finder således sted, på baggrund af et øjebliksbillede på balancedagen.

Selv samme reserver kan danne baggrund for udlodning af ekstraordinært udbytte. Særligt ved denne form for udbytte er, at den kan udloddes på alle tidspunkter i løbet af regnskabsåret og således ikke kun på baggrund af et godkendt årsregnskab. Dette muliggør derfor, at også optjent overskud i den mellemværende regnskabsperiode, vil kunne danne grundlag, for en udbytteudlodning, når blot selskabslovens øvrige forskrifter fortsat iagttages nøje.¹⁶⁰ Det, at der kan udloddes ekstraordinært udbytte, kan medføre, at et kapitalselskabs offentliggjorte årsrapport ikke nødvendigvis fortæller hele sandheden. Der kan således være foretaget udbytteudlodning i umiddelbar forlængelse af regnskabsaflæggelsen, hvormed balancen vil udvise et helt andet billede.

Kapitalnedsættelse kan derimod foranlediges som led i underskudsdekning, eller tillige til brug for udlodning til selskabets kapitalejere. Yderligere kan kapitalnedsættelsen

¹⁵⁷ Selskabslovens § 179, stk. 1.

¹⁵⁸ Selskabslovens § 179, stk. 2.

¹⁵⁹ Selskabslovens § 180, stk. 2.

¹⁶⁰ Selskabslovens § 182, stk. 3.

hensættes til en særlig reserve, til brug for fremtidig formål.¹⁶¹ Ved anvendelse af dette regelsæt er der i selskabslovens §§ 189 – 195 oplyst nogle forudsætninger, der skal overholdes, hvilket vi dog ikke vil komme yderligere ind på i dette speciale.

6.2 Forskelle og ligheder

Til brug for sammenligning af selvfinansiering og efterfinansiering, har vi valgt at anvende sagen om TDC A/S, da de tilbage i 2006, blev opkøbt af en kapitalfond. Før opkøbet var de at betragte som et robust selskab, med en solid egenkapital på omkring 45 milliarder kroner. Efter overtagelsen går der kun et par måneder før der første gang sker udlodning i form af ekstraordinært udbytte på over 40 milliarder kroner. Egenkapitalen er herefter reduceret betydeligt – fra ca. 45 milliarder kroner til nu kun nogle få milliarder kroner. Efter yderligere nogle måneder blev det besluttet at foretage endnu en udlodning af ekstraordinært udbytte – denne gang på ca. 900 millioner kroner. I forbindelse med de store kapitaludtræk, i form af udbytter, har selskabet været nødsaget til at gældsætte sig, for at opnå den fornødne likviditet hertil. Dette medførte, at TDC A/S var nødsaget til at nedjustere forventningerne til årsregnskabet, for 2006, grundet den kraftigt stigende finansieringsbyrde, som selskabet nu var blevet underlagt.¹⁶²

Ved, at de nye ejere bag TDC A/S, vælger at foretage udlodning af næsten hele aktieselskabets frie reserver, medfører dette et væsentligt fald i selskabets soliditetsgrad, da midlerne definitivt har forladt selskabet. På daværende tidspunkt var selskabsloven endnu ikke indført i dansk ret, og selvfinansieringsforbuddet således heller ikke lempet. Forestiller vi os, at en tilsvarende situation ville opstå i dag, ville det derfor kun være rimeligt at iagttage regelsættet omkring lovlig selvfinansiering. Vi har her at gøre med et kapitalstærkt selskab, med en stor post af frie reserver, hvormed lovlig selvfinansiering uden tvivl ville være en mulighed.

Ved anvendelse af reglerne omkring lovlig selvfinansiering, vil størstedelen af den frie selskabskapital ikke definitivt forlade selskabet. Forestiller vi os, at de 40 milliarder ikke blev udloddet som udbytte, men derimod blev ydet som et lån fra TDC A/S til

¹⁶¹ Selskabslovens § 188, stk. 1

¹⁶² Werlauff, Selvfinansieringsforbud contra lex specialis, side 365.

den opkøbende kapitalfond, ville selskabet i stedet opnå en fordring, der vil stå opført under aktivmassen. Derudover forbliver egenkapitalen uændret, da der blot vil ske en ompostering fra de frie reserver til de bundne reserver. Havde de nye ejere bag TDC A/S således valgt at være knap så aggressive i form af udlodning af udbytte, ville de kunne have undgået at udhule kapitalen og reducere deres soliditetsgrad. I forlængelse heraf bør det understreges, at der ikke er foretaget en culpøs handling, da det centrale ledelsesorgan ikke har handlet ulovligt. Alle lovens forskrifter er overholdt, hvormed de som udgangspunkt ikke kan ifalde ansvar.¹⁶³

Ved indførelsen af den lovlige selvfinansiering i dansk ret, var det forventet, at denne mulighed ville være at foretrække, fremfor efterfinansiering, i form af udbytte mv.,¹⁶⁴ hvilket ikke umiddelbart synes at være blevet en realitet?

Dette kan efter vores vurdering skyldes, at betingelserne for lovlig selvfinansiering kan anses som værende komplekse og tilmed administrativt tunge. Der er mange forhold, der skal underlægges en betragtning og tilmed stor risiko for, at der som følge heraf sker fejl. Dette begrundes hovedsageligt ud fra en betragtning om, at der til de oplyste betingelser i selskabslovens § 206, stk. 3 samt §§ 207-209, knytter sig en vis fortolkningstvivel. Kapitalselskabernes centrale ledelsesorganer kan således føle, at de ved anvendelse af dette regelsæt reelt set bevæger sig ud på dybt vand, hvor en utilsigtet fodfejl kan ende med at få fatale konsekvenser.

Dette fører således til, at efterfinansiering umiddelbart er at foretrække, da den for det første er mere simpel og lige til at gå til, når blot selskabslovens forskrifter omkring kapitalafgang iagttages. Derudover må den siges at være tilstrækkelig afprøvet i praksis, hvormed der er skabt et præjudikat, der kan fæstes lid til.¹⁶⁵ En anden fordel ved efterfinansieringen er, at det udbytte, der udloddes efterfølgende, ikke får karakter af en ulovlig disposition såfremt denne anvendes til brug for afdrag på akkvisitionsgælden, ligesom tilfældet eksempelvis vil være ved efterfølgende koncernlån, der anvendes til samme formål.

¹⁶³ Er bygget på artiklen af Werlauff, Selvfinansieringsforbud contra lex specialis, med tilføjelser på baggrund af egne sondringer, i forhold til tidligere i specialet bearbejdet teori.

¹⁶⁴ Svensson & Krarup, Nye regler om selvfinansiering, side 97.

¹⁶⁵ Kure, Lovlig selvfinansiering, side 301.

Set fra selskabets synspunkt er efterfinansiering dog ikke umiddelbart at foretrække. I forlængelse af den efterfølgende udbytteudlodning, vil kapitalen definitivt have forladt kapitalselskabet, hvormed balancen ”slankes” og efterlader kapitalselskabet i en væsentlig dårligere position – specifikt tiltænkt i forhold til soliditetsgrad. Reglerne omkring selvfinansiering har derfor den fordel, at midlerne ikke endegyldigt har forladt kapitalselskabet, da de simplificeret sagt, blot er blevet konverteret om til en fordring på den tredjemand, der har modtaget den økonomiske bistand. Den samlede egenkapital fremstår således uberørt, da der udelukkende sker en ompostering fra kapitalselskabets frie reserver til de bundne reserver. Omvendt er brugen af selvfinansiering ikke særlig afprøvet i praksis, hvormed tvivlen ved lovtekst, såvel som motiver, ikke kan reduceres ved anskuelse af retspraksis.

Der forekommer således fordele og ulemper, ved begge ovennævnte finansieringsformer. Det er således en individuel vurdering, hvorvidt den ene model vægtes højere end den anden og det må således vurderes i hvert enkelt tilfælde.

7. LOVLIG SELVFINANSIERING VED EJERSKIFTE

Når vi som rådgivere skal vejlede, om de muligheder, der er i en ejerskiftesituation, bør lovlig selvfinansiering være et af vores forslag. Det vil dog umiddelbart kun være aktuelt i de situationer, hvor der forekommer tilstrækkelige frie reserver, til at rumme dispositionen. Foruden frie reserver, skal der være tale om et kapitalselskab, med en historisk stabil overskudsgivende drift, der tillige forventes at fortsætte fremadrettet. Såfremt der ikke er frie reserver, eller driften ikke i fremtiden forventes at medføre overskydende kapital, vil dispositionen ikke være mulig, da de betingelser som livgiver har opstillet herfor, således ikke vil kunne overholdes.

Som udgangspunkt vil vi vurdere, at muligheden for anvendelse af regelsættet omkring lovlig selvfinansiering er aktuel, når der fra ejerens side er ytret ønske om generationsskifte. Muligheden kunne ligeledes tænkes at være relevant ved ønsket om, at en medarbejder, eller en eventuel udefrakommende person, skal inkluderes i ejerkredsen. Anvendelse af reglerne omkring den lovlige selvfinansiering er således aktuel uanset, om det er hele kapitalselskabet, eller blot en del heraf, der handles med. I betænkningen til selskabsloven, er det ikke anført nøjagtigt i hvilke situationer, at mu-

ligheden kan bruges, men lovgiver tilkendegiver dog, at generationsskifte-situationen synes at være oplagt.

7.1 Overvejelserne ved lovlig selvfinansiering

Ved helt eller delvist ejerskifte, hvor lovlig selvfinansiering bruges som finansieringsform, vil det centrale ledelsesorgan, tidligt i processen, skulle gøre sig klart, hvilke udfordringer, fordele og ulemper, der er i forbindelse hermed. Derudover skal de overveje hvilke konsekvenser denne finansieringsform medfører, både på kortere og længere sigt. Grundet de i loven oplyste betingelser, vil lovlig selvfinansiering blive en forholdsvis omfattende proces, hvor de involverede parter nøje skal sætte sig ind i de forskellige problemstillinger, som processen indeholder.

Som rådgiver er det ligeledes vigtigt, at vi beder det centrale ledelsesorgan overveje, hvilke fremtidsplaner selskabet har. Såfremt selskabet forventer at få ny(e) kapital-ejer(e) indenfor en overskuelig fremtid, efter dette kapitalejerskifte, bør det overvejes om prisen ved dispositionen, eller dispositionen i sig selv, formindsker selskabets fremtidige muligheder for at ændre kapitalejerkredsen. Dispositionen vil muligvis medføre, at et senere ejerskifte vil ende ud i, at den nye kapitalejer vil læne sig op af prisen, ved den historiske brug af lovlig selvfinansiering - eller sågar foreslå at gøre brug af lovlig selvfinansiering igen.

Offentliggørelsen er som tidligere nævnt et ømt punkt, hvorfor vi som rådgivere også skal oplyse det centrale ledelsesorgan om dette krav, tidligt i processen. Det, at oplysninger om involverede parter, baggrunden for forslaget, lånevilkår og prisen for kapitalandelene offentliggøres i redegørelsen, kan netop medføre at dispositionen fravælges tidligt i rådgivningsfasen. Der er det dog rådgiverens pligt at oplyse de involverede parter om, hvad offentliggørelsen reelt indebærer i den aktuelle situation, hvor det også kan være relevant at nævne, at redegørelsen ikke er direkte tilgængelig hos Erhvervsstyrelsen, men derimod skal hentes særskilt for et mindre beløb. Kravet om, at dispositionen skal vises særskilt i årsrapporten skal også diskuteres. Efter vores bedste overbevisning kræver det mange års erfaring med læsning af årsrapporter, herunder kendskab til selskabsloven mv. for, at du som regnskabsbruger kan fastslå, at der er gjort brug af regelsættet omkring lovlig selvfinansiering. Endvidere kræver det en vis regnskabslære at være i stand til at vurdere, hvad dette indebærer. Det må

således vurderes hvem regnskabsbrugerne reelt er og der bør tages stilling til, hvilke fordele og ulemper offentliggørelsen egentlig har for de involverede parter.

Ved opstart af selve processen, skal det centrale ledelsesorgan i målselskabet først og fremmest overveje, om den økonomiske bistand er at betragte som forsvarligt overfor alle parter, når den ydes. Derudover skal det centrale ledelsesorgan også løbende tage stilling til, om dispositionen kan opretholdes, indtil der sker indfrielse heraf. Fremtidens forventninger til målselskabets indtjening, skal derfor også være afklaret. I visse situationer, vil låntager være afhængig af et overskud i målselskabet, for at kunne få udbetalt udbytte eller løn, til brug for afdrag på lånet. Dårlige resultater i målselskabet, vil således kunne medføre en særdeles negativ spiral, for både låntager og målselskabet.

Den fremtidige indtjening i målselskabet vil tillige være vigtig i relation til sikkerhedsstillelse, da værdien af et eventuelt virksomhedspant kan falde, såfremt fremtiden ikke medfører positivt afkast i målselskabet. Såfremt et udlån ikke betales tilbage efter lånedokumentets anvisninger, vil det centrale ledelsesorgan stå i en situation, hvor de vil blive tvunget til at nedskrive værdien på lånet, hvilket medfører en lavere egenkapital og dermed en reduceret værdi af kapitalandelene. Tilmed vil det medføre et fald i et stående virksomhedspant.

Uanset, at der er tale om et andet forhold, end ved en uafhængig debitor, vil fordringen skulle underlægges samme betragtninger i forhold til betalingsevne, -villighed mv. Ligesom ved enhver anden debitor, der ikke er betalingsdygtig, vil det centrale ledelsesorgan derfor skulle forholde sig til forhold som eventuel nedskrivning af fordringen, inkasso, konkurs mv.

Inden dispositionen foretages, bør det desuden overvejes, om der kunne være en fordel i at udlodde udbytte fra målselskabet til de ”nuværende” kapitalejere. Dette vil give dem en kontant præmie, inden dispositionen og risikoen forbundet hermed, bliver en realitet. Omvendt vil det medføre en reducere af egenkapitalen, samtidig med, at prisen for dispositionen, til fordel for køber, vil falde og finansieringsbehovet tilmed reduceres.

Såfremt lovlig selvfinansiering besluttet anvendt ved ejerskifte, bør det centrale ledelsesorgan være opmærksom på, hvorledes målselskabet påvirkes efter dispositionen.

Ligeledes er det særdeles vigtigt, at det centrale ledelsesorgan forstår, at de skal være agtpågivende ved udarbejdelse af dokumenterne, så der ikke senere opstår en situation, hvor de kan bringe målselskabet i en negativ position, eller selv risikere at blive ansvarspådraget. Derudover er det bemærkelsesværdigt, at utilstrækkelig opfyldelse af betingelserne medfører, at dispositionen er ulovlig, hvorfor selskabslovens § 206 stk. 1 samt § 215 træder i kraft og medfører at dispositionen skal bringes til ophør straks. Er det ikke muligt at bringe den ulovlige disposition til ophør, vil de personer, der har bidraget til dispositionens opståen, samt opretholdelsen heraf, indestå personligt for det tab, som selskabet måtte lide som følge heraf.

Efter det centrale ledelsesorgan, i eventuelt samråd med rådgiver, har set på foranstående, må det centrale ledelsesorgan tage stilling til, hvorvidt fordelene overskygger ulemperne, ved brugen af lovlig selvfinansiering. Såfremt lovlig selvfinansiering stadig betragtes som den mest gunstige finansieringsform, vil det centrale ledelsesorgan kunne påbegynde processen.

7.2 Værktøjer til rådgiveren

For at reducere risikoen for at ifalde ansvar, er der faldgruber og problemstillinger, som ledelse og rådgiver skal være særligt opmærksomme på. Som hjælp til at mindske risikoen for mangelfuld vejledning herom, har vi udarbejdet en vejledning, se bilag 1, der berører de forskellige betingelser. Vejledningen indeholder samtidig en skabelon til udarbejdelsen af ”Det centrale ledelsesorgans redegørelse”, der kan danne grundlaget herfor. Sidst indeholder vejledningen en tjekliste, der stiller en række spørgsmål, der har til hensigt at sikre stillingtagen til selskabslovens oplyste krav. Endvidere skulle tjeklisten gerne medføre, at det centrale ledelsesorgan får taget stilling hertil og tilmed opnår den fornødne dokumentation.

Såvel vejledning som tjekliste, er bygget op omkring selskabslovens paragraffer om lovlig selvfinansiering, der strækker sig fra § 206, stk. 2 til § 209 samt specialets behandling heraf, og forudsætter tilmed, at der af det centrale ledelsesorgan er taget en endelig beslutning om at gøre brug af lovlig selvfinansiering ved helt, eller delvist ejerskifte.

Opbygningen af såvel vejledning, som tjekliste, er sket på baggrund af vores vurdering af, hvordan processen foregår mest hensigtsmæssigt, for samtidig at undgå unødigt arbejde for det centrale ledelsesorgan. Meningen er derfor, at der tages stilling til kravene i samme rækkefølge, som de er oplistet, i såvel vejledning som tjekliste. Kan et krav ikke opfyldes ændres vilkårene, så kravene kan opfyldes, eller forslaget forbliver et forslag.

Processen, som vi ser den, er afbilledet i vejledningen, og bør sikre et overskueligt overblik over processen ved lovlig selvfinansiering, der starter med det centrale ledelsesorgans indledende vurderinger af, hvorvidt betingelserne for lovlig selvfinansiering kan opfyldes. Såfremt dette ikke er muligt, vil forslaget ikke blive en realitet, medmindre forudsætningerne herfor kan ændres.

Indledende krav

Vurderer det centrale ledelsesorgan umiddelbart, at betingelserne vil kunne opfyldes, skal det centrale ledelsesorgan herefter tage stilling til, om dispositionen er forsvarlig - både henset til kravet om, at dispositionen skal ske indenfor selskabets frie reserver, men også for selskabet generelt. Denne vurdering skal foretages i forhold til dispositionens virke på kort, såvel som på lang sigt. Her er det vigtigt at vurdere, om der er behov for en opdateret saldobalance, for at sikre det centrale ledelsesorgans opdaterede overblik over selskabets egenkapital og likviditet.

Efterfølgende krav, som vi ser det, er kravet om at de involverede parter, der opnår en form for økonomisk bistand, skal kreditvurderes for at sikre selskabets beståen, også på længere sigt. Kreditvurderingen kræver, at der for fysiske personer indhentes oplysninger om indkomstforhold, overblik over alle aktiver og passiver, budget samt historiske data vedr. betalingsevne. Juridiske personer vurderes på lignende parametre, hvorfor der indhentes kopi af årsrapporter og budget mv. Skulle der derimod være tale om en sikkerhedsstillelse i selskabets aktiver, til sikkerhed for kapitalejerens lån til erhvervelse af kapitalandele, skal långiver tillige vurderes.

Den acceptable kreditvurdering, hvad angår resultatet heraf medfører, at næste step, for det centrale ledelsesorgan, er udarbejdelsen af redegørelsen, der skal fremlægges for og godkendes af generalforsamlingen, for herefter at blive offentliggjort hos Erhvervsstyrelsen.

Gennem hele processen er det et generelt krav, at dispositionen sker på markedsmæssige vilkår, hvilket specielt omhandler de bagvedliggende betingelser for lånet, eller pantet. Såfremt det centrale ledelsesorgans vurderer, at dispositionen er forsvarlig, og vil ske på markedsmæssige vilkår, kan processen fortsættes.

Kravene i ”Det centrale ledelsesorgans redegørelse”

Redegørelsen skal indeholde de fem tidligere oplyste krav; baggrunden for dispositionen, selskabets interesse heri, betingelserne knyttet hertil, efterfølgende påvirkning af målselskabet og prisen for kapitalandelene. Vi vurderer dog, at der kan forekomme et sjette punkt, indeholdende andre relevante forhold.

Baggrunden for forslaget om at gøre brug af lovlig selvfinansiering, vil oftest være en beskrivelse af, hvem der foreslog at gøre brug af lovlig selvfinansiering, hvorfor og med hvilket formål dispositionen skal gennemføres. Dernæst skal der tages stilling til, hvilken interesse selskabet har i at gennemføre dispositionen, hvilken gunst det opnår på baggrund heraf og sidst sikres det, at denne interesse ikke er direkte i strid med det vedtægtsmæssige formål. Baggrunden for forslaget, og selskabets interesse i at gennemføre disposition, vil efter vores vurdering kunne beskrives samlet i mange situationer, eftersom der må forventes en sammenhæng imellem formålet hermed og selskabets interesse i at gennemføre dispositionen.

Betingelserne for dispositionen, herunder specielt lånet, eller sikkerhedsstillelsen, skal ligeledes beskrives, hvor det bl.a. er vigtigt, at vilkårene ikke er i strid med markedsmæssige vilkår, som tidligere nævnt. Såfremt der er indhentet tilbud i den konkrete situation, eller der er brugt ekstern finansiering i selskabet tidligere, ved lignende omstændigheder, kan disse vilkår danne inspiration herfor. I den forbindelse er det dog væsentligt at pointere, at de vilkår som lånet eller sikkerhedsstillelsen påtænkes ydet ud fra, ikke må afvige væsentligt fra de eksterne vilkår. Det kan endvidere være nødvendigt at søge ekstern rådgivning, i forbindelse med fastsættelse af de generelle lånevilkår og specielt ved vurdering af, hvorvidt der skal sikres pant, eller ej. Det centrale ledelsesorgan skal ved pant sikre sig, at der er sket sikring heraf – enten i form af tinglysning, eller på anden vis. Afdragsmetoden er endvidere relevant at anføre i redegørelsen. Dette er specielt relevant, hvor nedbringelsen af lån forudsættes at ske ved udlodning af udbytte. Specielt ved flere kapitalejere er det relevant at overveje,

om der skal udarbejdes en aftale om, at der hvert år skal udloddes minimum et beløb svarende til afdraget, såfremt selskabets kapitalberedskab kan det bære det.

Når betingelserne er beskrevet, stilles der krav om, at det centrale ledelsesorgan tager stilling til, hvordan selskabet påvirkes heraf - herunder specielt selskabets likviditet og solvens. Påvirkningen skal vurderes både på lang og kort sigt. Det centrale ledelsesorgan kan eksempelvis udarbejde et budget, eller en pengestrømsanalyse, til brug herfor, som påviser hvordan likviditet og solvens ser ud, med, eller uden gennemførelse af dispositionen. Såfremt dette kan belyses tilstrækkeligt på anden vis, er der dog ingen grund til at udarbejde disse som oftest omkostningstunge modeller.

Redegørelsens sidste punkt er oplysningen om, hvilken pris kapitalandelene er fastsat til. I forlængelse heraf bør det endvidere anføres, hvilken metode og hertil knyttede kriterier, der eventuelt er brugt til at fastsætte prisen. Prisen bør fastsættes uden fordeling af kapitalejere, da dette er i strid med selskabslovens generalklausul. Endvidere kan det med fordel synliggøres, hvordan ejerforholdet mellem kapitalejerne er før og efter dispositionen, såfremt der sker ændring heraf.

Vi vurderer endeligt, at der i forbindelse med redegørelsen kan forekomme et sjette punkt, om andre relevante oplysninger, hvilket fx kan være beskrivelse af særlige forhold, der forventes gennemført i fremtiden, som derfor kan have betydning for selskabets fremtidige stilling, og dermed også i sidste ende kapitalejernes.

Afsluttende krav

Ved en fyldestgørende redegørelse, er næste skridt, at generalforsamlingen tager stilling hertil og stemmer om forslaget. Efter generalforsamlingens godkendelse heraf, skal det sikres, at det centrale ledelsesorgan giver Erhvervsstyrelsen besked om dispositionen, samtidig med, at redegørelsen indsendes, eller uploades til samme, for derefter at blive offentliggjort. Disse punkter er derfor de sidste i tjeklisten.

Regnskabsmæssige krav

Vejledningen uddyber herefter den regnskabsmæssige behandling af dispositionen, der er reguleret i årsregnskabslovens § 35 a. Regnskabet vil herefter vise en bunden reserve med betegnelsen ”Reserve for udlån og sikkerhedsstillelse” i oplysningerne

om egenkapitalen og eventuel note tilknyttet hertil. Beløbet vil enten være lig det ydede lån, eller de underliggende lån, ved pant.

Værd at bemærke

Det sidste, men bestemt ikke uvæsentlige punkt i vejledningen, er afsnittet om, hvad der sker, hvis betingelserne for lovlig selvfinansiering ikke overholdes. Her er det værd at bemærke, at der så bliver tale om ulovlig selvfinansiering, jævnfør selskabslovens § 206, stk. 1. Dette medfører således et krav om øjeblikkelig tilbagebetaling af bistanden, der kan ende med at blive et krav hos ledelsesmedlemmerne, såfremt tilbagebetaling ikke er mulig, for den pågældende person, såvel fysisk som juridisk.

8. ANALYSE OG KONKLUSION

8.1 Ejerskifte

Ved majoritetsopkøb forekommer der adskillige muligheder, i forhold til valg af finansieringsform. Til trods for de økonomiske efterveer, set i kølvandet på finanskrisen, vil der givetvis stadig forekomme kapitalselskaber, der besidder tilstrækkelig likviditet, til at kunne finansiere et opkøb, uden brug af fremmedfinansiering. Alternativt vil der kunne suppleres med optagelse af lån i kapitalselskabets primære pengeinstitut.

Der forekommer dog også andre, mere alternative finansieringsmuligheder, eksempelvis i form af egne aktier, virksomhedsobligationer, cash pool ordninger, koncernlån samt mulighederne for selv- og efterfinansiering. Fælles for dem alle gælder, at der altid er forholdsregler, der skal iagttages, da selv små fejl, kan få betydelige konsekvenser for kapitalselskabet, såvel som dets centrale ledelsesorgan. Herforuden gælder, at eksempelvis reglerne for efterfinansiering - i form af udbytte og lignende, har forrang for reglerne omkring selvfinansiering, der omvendt har fortrinsret i forhold til koncernlånene. Ved finansiering af ejerskifte, er der således tale om et komplekst regelsæt, hvor kapitalselskabets centrale ledelsesorgan udfordres på kompetencer, såvel som professionel skepsis.

8.2 Skiftende lovgivning

Den danske selskabslovgivning har, i en lang årrække, været underlagt et absolut forbud, mod brugen af selvfinansiering, som led i et majoritetsopkøb. Et forbud, der har sin oprindelse i både aktie- og anpartsselskabsloven, tilbage fra 1973, som led i udarbejdelsen af en fælles nordisk aktieselskabslov. Baggrunden for det strikse forbud, skal ses i lyset af den øgede risiko for tab, der påføres et kapitalselskabs kreditorer, såvel som minoritetsaktionærer, når der foretages usikrede udlån fra kapitalselskabet til en majoritetsaktionær, et ledelsesmedlem eller lignende.

Forbuddet er sidenhen blevet strammet yderligere, som led i tilpasningen til EU's andet selskabsdirektiv, der blev indført i 1977, hvorefter et kapitalselskab, foruden lån og sikkerhedsstillelse, heller ikke må stille andre former for midler til rådighed for dets kapitalejere mv. Dette tungtvejende forbud, er opretholdt i dansk lovgivning, indtil vedtagelsen af selskabsloven i foråret 2009.

Inden selskabsloven så dagens lys, var der på baggrund af flere nedsatte arbejdsgrupper i EU-retlig regi, sket væsentlige ændringer i kapitaldirektivet. Der var blandt andet anlagt en mere lempelig tilgang til forbuddet mod selvfinansiering, der medførte, at det ellers så restriktive forbud, blev erstattet af en form for betinget lovliggørelse. Dette medførte at det fremadrettet ville være muligt, at anvende målselskabets frie reserver, til brug for finansiering af et majoritetsopkøb, når visse ufravigelige betingelser blev opfyldt.

Tilsvarende blev forbuddet mod selvfinansiering, som led i vedtagelsen af selskabsloven, således lempet i dansk lovgivning. Ved at indføre betingelserne for lovlig selvfinansiering, synes kapitalselskaberne at have opnået en øget fleksibilitet, der ikke sker på bekostning af hverken kreditorer, eller eventuelle minoritetsaktionærer.

Tilsvarende har kapitalejerlånene, i årenes løb, været underlagt skiftende lovgivning. Fra i 1950'erne at være omfattet af et fuldstændigt forbud, for unoterede selskaber, til i starten af 1970'erne igen at ophæve den sontring mellem, hvorvidt der var tale om et noteret selskab, eller ej. Alle udlån, ydet til kapitalejere, bestyrelsesmedlemmer mv., hvortil der ikke var stillet betryggende sikkerhed, blev således omfattet af forbuddet.

Omvendt blev lån og sikkerhedsstillelse i forhold til et moderselskab, en selvstændig undtagelse hertil.

I nuværende lovgivning, er der fortsat et umiddelbart forbud, mod at yde lån til en kapitalejer, eller dennes nærtstående, mens undtagelsen i form af koncernlån er bibeholdt. I forbindelse med selskabslovens vedtagelse i 2009, var det meget tæt på, at kapitalejerlånene, på tilsvarende vis som med selvfinansieringen, blev gjort lovlige, ved samtidig iagttagelse af en række særligt opstillede betingelser. Dette blev dog ikke en realitet, hvormed forbuddet blev videreført i selskabsloven.

Efterfølgende er der, i skatteretlig henseende, sket yderligere tiltag i form af indførelsen af ligningslovens § 16 E. Denne sikrer hjemmel til, at lån, der ydes til en fysisk person, der udøver bestemmende indflydelse, skal underlægges beskatning på tilsvarende vis, som hvis dispositionen i stedet var sket som løn eller udbytte.

På nuværende tidspunkt, er der sendt et lovforslag i høring, omhandlende betinget lovliggørelse af kapitalejerlån. Der er således fra regeringens side lagt op til, at der for kapitalejerlån skal gælde et regelsæt, der i det store hele minder om det vi allerede kender, fra den betingede lovliggørelse af selvfinansiering. En potentiel lovliggørelse af kapitalejerlånene, i selskabsretlig henseende, har dog skabt en del røre, da dispositionen fortsat vil medføre beskatning efter ligningslovens § 16 E.

Det, at lovliggørelsen af kapitalejerlånene ikke blev en realitet i 2009, skyldtes som udgangspunkt finanskrisen, der på daværende tidspunkt fortsat var på sit højeste. Hvad der så har ændret sig så markant siden dengang og til i dag, hvor lovliggørelsen igen er på tale, kan vi kun gisne om. Det kan således fristes til at mene, at en betinget lovliggørelse på nuværende tidspunkt, sker halvt i blinde - specielt ved betragtning af, at der i den mellemliggende periode er sket indførelse af ligningslovens § 16 E. De fordele, der således kunne anskues tilbage i 2009, fremkommer nu ikke længere tydelige.

8.3 Betingelserne for lovlig selvfinansiering

I selskabsretten er der som udgangspunkt fortsat et forbud mod anvendelse af selvfinansiering. Ved ændringsdirektivet i 2006 og sidenhen implementeringen af selskabsloven, er der nu åbnet op for en betinget lovliggørelse af selvfinansiering. Betingel-

serne er at finde i selskabslovens § 206, stk. 3 - § 209, og er indsat for at sikre en fortsat beskyttelse af kreditorerne og eventuelle minoritetsaktionærer.

Første skridt, ved anvendelse af lovlig selvfinansiering, som led i et helt- eller delvist ejerskifte, er kreditvurderingen af den involverede modtagerkreds. Der skal foretages en kreditvurdering uanset, om den økonomiske bistand ydes til en fysisk, eller en juridisk person. Ved ydelse af pengelån, skal der ske kreditvurdering af den, der erhverver kapitalandele, mens der ved sikkerhedsstillelse, i form af eksempelvis kaution, tillige skal ske kreditvurdering af den part, der yder modtageren af kapitalandele et lån. Kreditvurderingen skal ske på kort, såvel som på lang sigt, og skal indeholde alle relevante baggrundsdata samt forventningerne til fremtiden.

Dernæst skal det centrale ledelsesorgan udarbejde en redegørelse, der efterfølgende skal danne baggrund for generalforsamlingens stillingtagen til dispositionen. Redegørelsen skal, foruden at beskrive baggrunden for forslaget, også indeholde en vurdering af, hvorvidt dispositionen sker i selskabets interesse, samt hvilke betingelser, der knytter sig til gennemførelsen. Reglen synes at være indsat for, at generalforsamlingen tager stilling hertil, da det formodes, at kapital-selskabets centrale ledelsesorgan, til enhver tid handler i selskabets interesse. Kapital-selskabets centrale ledelsesorgan skal endvidere vurdere, og i redegørelsen beskrive, hvilke konsekvenser dispositionen vil have for selskabets fremtidige solvens og likviditet. Til brug herfor, kan anvendes likviditetsbudgetter og pengestrømsopgørelser. Ved anvendelse af et af de analyseværktøjer, der findes, er det væsentligt at være opmærksom på den usikkerhed, der er forbundet med brugen heraf. Sidst, men ikke mindst, skal der fastsættes en pris for de kapitalandele, der handles med. Hvordan prisen skal fastsættes foreskriver hverken selskabsloven, eller forarbejderne hertil, noget om, hvormed der streng taget synes at være frit lejde. Til forskel fra EU-direktivet, er der i dansk selskabsret ikke indført et krav om, at prisen skal være rimelig. Det formodes dog, at selskabet til trods herfor, fortsat vil nå frem til en rimelig pris, grundet offentliggørelsen heraf samt problematik omkring prisen, ved eventuelle fremtidige overdragelser.

Efter udfærdigelsen af ovenstående redegørelse, skal generalforsamlingen stemme om vedtagelsen af forslaget. Her er det vigtigt, at dette skal ske med 2/3 majoritet. Redegørelsen, og dermed den påtænkte disposition, skal godkendes af kapital-selska-

bets generalforsamling før den finder sted. En allerede ulovlig disposition, kan således ikke lovliggøres ved efterfølgende vedtagelse på generalforsamlingen.

Såfremt generalforsamlingen godkender forslaget, skal der ske offentliggørelse i Erhvervsstyrelsen IT-systemer, senest 14 dage herefter. Det er det centrale ledelsesorgan, der har ansvaret for, at Erhvervsstyrelsen modtager det pågældende dokument med henblik på efterfølgende offentliggørelse.

Ved ydelse af den økonomiske bistand, til tredjemands erhvervelse af kapitalandele, er det endvidere væsentligt at holde sig for øje, at dispositionen skal være forsvarlig i forhold til selskabets kapitalberedskab. Derudover skal dispositionen kunne rummes inden for kapitalselskabets frie reserver, hvormed sikres, at der udelukkende anvendes midler, der alternativt kunne være anvendt til brug for udbytteudlodning. Derved sikres, at kreditorerne ikke er dårligere stillet end før, da de alt andet lige ikke ville have nogen sikkerhed herfor. Det sikres dermed, at det kun er de reserver, som kreditorerne er bekendt med i form af kapitalselskabets sidste godkendte årsregnskab, der kan anvendes til ydelse af den økonomisk bistand. Årsregnskabsloven har tillige medvirket til, at de midler, der anvendes til brug for økonomisk bistand, som led i lovlig selvfinansiering, ikke efterfølgende kan udloddes til selskabets aktionærer. Dette er sikret i form af årsregnskabslovens § 35 a, der foreskriver, at et beløb svarende til den ydede økonomiske bistand, skal omkonverteres i årsrapporten, fra kapitalselskabets frie reserver til en bunden reserve, hvormed denne kun kan reduceres ved efterfølgende afdrag eller indfrielse.

Endelig skal kapitalselskabets centrale ledelsesorgan sikre sig, at den økonomiske bistand ydes på markedsvilkår. Hvorvidt dette skal forstås og ikke mindst hvordan dette krav skal efterleves må fortsat stå hen i det uvisse. Hverken kapitaldirektivet, selskabsloven eller de bagvedliggende motiver, uddyber hvorledes denne betingelse skal udføres i praksis. Der bliver udelukkende antydnet, at der skal lægges vægt på rente, løbetid, afdragsvilkår, kreditvurdering samt at der er opnået betryggende sikkerhed herfor. Vores bedste bud er således, at der kan indhentes kyndig vejledning ved anskuelse af ligningslovens § 2. Denne paragraf omhandler skatteretlige transaktioner, mellem nærtstående parter, men er givetvis, det mest uddybende regelsæt, der findes til brug for vurdering af de parametre, der ligger til grund for vurdering af de markedsmæssige forhold.

8.4 Lovlig selvfinansiering eller lovlig efterfinansiering?

Ved lovlig efterfinansiering skal forstås de former for kapitaludtræk, der er nedskrevet i selskabslovens kapitel 11. Endvidere gælder der for dette regelsæt, at det ligesom den betingede selvfinansiering er direktivstyret, og således ikke alene gældende i national henseende. Selve begrebet efterfinansiering dækker over de former for kapitaludtræk, der ikke strider mod det umiddelbare selvfinansieringsforbud i selskabslovens § 206, stk. 1. Hertil gælder, at der således ikke er noget til hinder for, at et kapital-selskab udlodder udbytte til dets ejer, der efterfølgende anvender dette til brug for nedbringelse af den akquisitionsgæld, der er opstået som led i erhvervelsen af kapitalandelen. Yderligere tillades det, at frigjorte midler i målselskabet, som led i en kapitalnedsættelse, anvendes til brug for afdrag på akquisitionsgælden.

Ovenstående har været afprøvet i praksis, hvormed der ikke hersker den store tvivl om, hvorvidt efterfinansieringen har forrang i forhold til selvfinansieringsforbuddet. Der, hvor der opstår tvivl, er i de situationer, hvor der efter erhvervelse af kapitalandele i målselskabet, sker udlån mellem koncernforbundne selskaber. Denne transaktion, er som udgangspunkt helt legal, i medfør af selskabslovens § 211, og der er derfor ikke noget til hinder for, at den foretages – når blot den ikke anvendes til afdrag på den gæld, der er opstået som led i finansieringen af erhvervelsen af kapitalandelen. Anvendelsen af koncernlån må således vige i forhold til selvfinansieringsforbuddet, da dette anses som værende af højere rang.

Som led i helt eller delvist ejerskifte, er det ligeledes muligt at anvende den lovlige selvfinansiering. Dette kan enten ske i form af erhvervelse af allerede udstedte kapitalandele, eller som led i en kapitalforhøjelse i målselskabet. Fordelene ved anvendelse af denne finansieringsform, frem for de alternative efterfinansieringsmuligheder er, at målselskabets soliditet forbliver uændret, da der ikke sker definitivt kapitaludtræk. Omvendt gælder, at betingelserne i selskabslovens § 206, stk. 3 samt §§ 207 – 209 er behæftet med en usikkerhed i forhold til fortolkningen heraf. Brugen af regelsættet er os bekendt endnu ikke afprøvet tilstrækkeligt ved domstolene, hvormed der er øget risiko for, at der sker fortolkningsfejl eller tilsvarende. Selv små fejl kan således medføre store konsekvenser for målselskabet, såvel som dets centrale ledelsesorgan.

Der forekommer således ikke noget entydigt svar på hvorvidt efterfinansiering er mere attraktiv end lovlige selvfinansiering, hvormed det må bero på en individuel vurdering i den givne situation. Ved gennemgang af praksis, synes det dog at være efterfinansieringen, der har vundet størst indpas. Dels grundet det store ansvar, der påhviler det centrale ledelsesorgan, men samtidig også frygten for, at der sker fejlfortolkning i forhold til de oplyste betingelser ved lovlige selvfinansiering. Et andet forhold, der synes at kunne bremse anvendelsen af den lovlige selvfinansiering, er selve offentliggørelsen. Her forekommer det, at mange kapitalselskaber finder, at der sker udlevering af følsomme oplysninger, hvormed det frygtes, at der sker en eller anden form for misbrug, eller udnyttelse heraf.

Anvendelsen af den lovlige selvfinansiering synes dog at være yderst aktuell i de situationer, hvor ejerskiftet sker som led i et generationsskifte. Her vil det være relativt billigt for junior at komme ind i selskabet, da han ikke selv skal ud på det finansielle marked og optage et dyrt lån eller lignende, som den ældre generation måske alligevel ender med at stille sikkerhed for.

8.5 Afslutning

Det forekommer os således, at anvendelsen af den lovlige selvfinansiering ikke er så udbredt i praksis, som det måske var hensigten. Dette skyldes til dels de mange fortolkningsvanskeligheder, der synes at være i forbindelse med de oplyste betingelser, hvormed der synes at være øget risiko for, at der sker fejl. Det komplekse regelsæt medfører endvidere, at der bliver tale om en længerevarende proces, hvor der skal anvendes en del ressourcer, til brug for fastlæggelsen af markedsvilkår mv. Det er således fristende at anføre, at skeptikerne i litteraturen fik ret, da de ved vedtagelsen af loven herom udtalte, at de bredt definerede betingelser ville kræve store ressourcer, hvad angår fortolkningen heraf.

Efterfinansiering synes således stadig at være at foretrække, da disse regler forekommer knap så tunge i administrativt henseende, samtidig med at de er velafprøvet ved domspraksis, hvorfor de synes at være knap så risikobetonede.

Såfremt regelsættet, omkring lovlige selvfinansiering, skal vinde mere indpas i dansk erhvervsliv i fremtiden, vurderes det nødvendigt, at der forekommer mere klarhed

omkring de enkelte betingelser og ikke mindst betydningen heraf. Dette kunne med fordel ske i form af en vejledning fra Erhvervsstyrelsen, eller ved at tilføje lovteksten, i selskabslovens § 206, stk. 3 - § 209, en dybere og mere tydelig beskrivelse af, hvad der sikrer opfyldelse af betingelserne.

9. SUMMARY

In Denmark, there is different ways of making a transfer of a Company, when it comes to financing the acquisition of new shares. The funding of the transfer could occur by using ordinary cash, raising a loan, using loan inside a Group, using a Cash Pool inside the Group, using corporate bonds, using the Company's own shares or by using the relatively new opportunity legal self-financing. This thesis is about getting a discussion about what the conditions for legal self-financing is and what it really conations, but also what the conditions means for the company, its shareholders, the central management and a possible shareholder, when using this possibility.

Self-financing is illegal in Denmark like the shareholder loans. The legislation in Denmark has been very varying about the rules of shareholder loans and self-financing through the history. The latest change was in 2009, when the Danish Selskabslov was changed. One of many changes was the new possibility of using self-financing, by fulfilling a number of requirements. This opportunity should facilitate the shifting of shareholders or changing the ratio of capital owners in limited Companies and private limited Companies in Denmark. The suggestion of changing the rules in this area based on the capital directive, from the EU, which adopted the directive back in 2006. Denmark was one of the few countries, who spread the law to apply to private limited companies as well.

Self-financing is illegal, but if the central management ensures the conditions for legal self-financing, the transaction could be done legally, helping both the company and the shareholder. The process of making the transaction legal contains fulfilling a number of different conditions from the Danish Selskabslov. The conditions are as follows:

- The management must ensure that everyone who receives a kind of economic aid, are credit rated
- The management must prepare a statement, to be presented at the general meeting, which shall include the following:
 - 1) The reason for the proposal to complete the transaction
 - 2) The Company's interest in completing the transaction
 - 3) The conditions attached to complete the transaction

- 4) An assessment of the consequences that the transaction means for the company's liquidity and solvency
- 5) The price for the shares, which third party must pay
 - General Assembly approval of both the statement and the proposal for the completion of the transaction
 - The management must submit the transaction is carried out by sending the statement to the Danish Business Authority, within 14 days after the general meeting, and then the Danish Business Authority publishes the statement
 - The management should ensure that the transaction is safe within the company's distributable reserves
 - The management must ensure that the transaction is at arm's length conditions

The above mentioned conditions are not as easy to define as one might be led to believe. The conditions contains a lot of different distinctions from both professional business people and recognized professional experts, and it is certain that many advisors consider it a balancing act to meet the conditions sufficiently – almost like dancing on volcanoes.

The transaction can be done by the acquisition of already issued shares or a capital increase, and is definitely one of the possibilities a consultant should present to the management, by the reflection of a change of ownership.

As an alternative to legal self-financing in Denmark we have the opportunity to use the *lex specialis* of legal financing after the purchase. The financing afterwards are tested in Danish law and the conditions are easy to handle. The cash equivalents leaves the company when using the method for financing afterwards. They do not leave the company when using legal self-financing. This means that whether you choose to use one option over another, must be determined by each case.

Before using legal self-financing, the management must consider; what the company's future plans are, the added value to distribute dividends before the completion of the transaction, what responsibilities they have in connection with the transaction, etc.

To help the consultant, we have prepared a guide that describes what self-financing is and what issues need to be lectured in connection with its use. Attached to the guide is a checklist to help both the management and the consultant, to ensure that all conditions are sufficiently met. In the guide, we have also prepared a template for preparing the statement to the General Assembly.

After all, we do not believe that the possibility of legal self-financing will be used more in the future, since the conditions for this, are associated with a significant risk of misinterpretation, why management at worst, can incur liability.

10. LITTERATURLISTE

10.1 Artikler og publikationer

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

Bunch, Lars & Nielsen, Jan-Christian
Gennemgangen af Erhvervsstyrelsens praksis
R&R, 2008, nr. 12.

Espersen, Morten Holm
Virksomhedsobligationer ved konkurs
Sydbank, 2009.

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

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

Lowry, John
The Prohibition against Financial Assistance: Constructing a Rational Response.

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

Melander, Morten
Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2?
Erhvervsjuridisk tidsskrift nr. 3, 2007.

Svensson, John & Stud.jur. Bech-Bruun, Mathias Krarup
Nye regler om selvfinansiering
NTS 2010:2.

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

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

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

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

10.2 Bøger

Gomard, Bernhard og Schaumburg-Müller, Peer
Kapitalselskaber
7. udgave, 1. oplag, Jurist- og økonomforbundets forlag, 2013.

Andersen, Paul Krüger
Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber
12. udgave, Jurist- og økonomforbundets forlag, 2013.

Andersen, Paul Krüger
Studier i Dansk koncernret
1. udgave, Djøf Forlag, 1997.

Bunch, Lars og Ida Rosenberg
Selskabsloven med kommentarer
2. udgave, Karnov Group.

Christensen, Jan Schan
Selskabsloven med kommentarer
1. udgave, Karnov Group, 2012.

Christensen, Jan Schans
Kapitalselskaber – Aktie- og anpartsselskabsret
3. udgave, Thomsen Reuters, 2009.

Ferran
Simplification of European Company Law on Financial Assistance,
European Business Organization Law Review, 2005, 1. udgave, nr. 6.

Henschel, René Franz (red.), Hanne Søndergaard Birkmose, Nis Jul Clausen, Hans
Henrik Edlund, Camilla Hørby Jensen, Hans Viggo Godsk Pedersen
Dansk privatret
18. udgave, Djøf Forlag, 2014.

Kruhl, Martin Christian & Ole B. Sørensen
Kapitalejerlån og selvfinansiering
1. udgave, Karnov Group, 2014.

Larsen, Dorte Riskjær, Werlauff, Erik & Larsen, Luise Guldbæk
Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - Muligheder og faldgruber
1. udgave, Gads Forlag, 2010.

Munck, Noe & Lars Hedegaard Kristensen
Selskabsformerne
7. udgave, Djøf Forlag, 2014.

Neville, Mette & Sørensen, Karsten Engsig (red.)
Den nye selskabslov
1. udgave, Jurist- og økonom-forbundets forlag, 2009.

Schaumburg-Müller, Peer & Erik Werlauff
Selskabsloven med kommentarer
2. udgave, Djøf Forlag, 2014.

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

Steffensen, Henrik, Lars Bunch, Jan-Christian Nielsen & Thomas Booker
Transaktioner i selskaber
1. udgave, Karnov Group, 2014.

Tvarnø, Christina D. og Ruth Nielsen
Retskilder og retsteorier
4. reviderede udgave, Djøf Forlag, 2014.

Werlauff, Erik
Selskabsret
9. udgave, Karnov Group, 2013.

Werlauff, Erik
Selskabsskatteret 2015/16
17. udgave, Karnov Group, 2015.

10.3 Afgørelser

Erhvervsstyrelsens afgørelse J.nr. 2013-0036082 og senere Erhvervsankenævnets
kendelse af 16. juni 2014.

U.1952.30H
U.1981.973H.
U.2006.145 H.

SKM2005.253.LSR.

Revisornævnets afgørelse af 22. september 2016, sag nr. 104/2015

10.4 Andet

Udtalelse fra Erhvervsstyrelsen af 27. juni 1994, J. nr. 94-39.266 - kommenteret i R&R1994, nr. 12.

Udtalelse fra erhvervsstyrelsen den 20. oktober 2002.

Betænkning nr. 362/1964, revision af aktielovgivningen
Betænkning nr. 540/1969
Betænkning 1498/2008, modernisering af selskabsretten

Folketingstidende 1981-82, tillæg F

Præambelen til Rådets Andet Direktiv af 13. december 1976 (77/91/EØF)
Rådets Andet Direktiv af 13. december 1976 (77/91/EØF), Artikel 23

Meddelelse fra kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet – Om modernisering af selskabsretten og forbedret virksomhedsledelse i Den Europæiske Union – vejen frem KOM (2003) 284, pkt. 3.2.

Forslag til Europa-Parlamentet og Rådets direktiv om ændring af Rådets direktiv 77/91/EØF, for så vidt angår stiftelse af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital KOM (2004) 730.

A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe.

Companies Act 1985.

TfS 2009.232 Ø.

U.f.R 1999.1429 (V)

LFB 1981-82.2.119

L 1982-06-09 nr. 282 og 283

L199

Skatteministerens kommentar til henvendelsen af 29/8-12 fra BDO Statsautoriseret revisionsaktieselskab, L 199 – bilag 16, Skatteudvalget, Folketinget 2011-12 (Folketingstidende)

Bemærkningerne til selskabslovens § 207 til lovforslag L 170.

Lov 2007-06-06 nr. 576 – indførelsen af aktieselskabslovens § 109, stk. 2 og 3.

Lovforslag om selskabsloven, af den 3. december 2008

Erhvervs-, Vækst- og Eksportudvalget, L 23, Bilag 1, Høringsnotat vedrørende forslag til lov om ændring af selskabsloven og årsregnskabsloven af den 4. oktober 2016, side 10-11.

Besvarelse af spørgsmål 356, stillet af skatteudvalget den 30. maj 2006, almindelig del.

Ligningsvejledningen

Werlauff, Erik, Selskabsmasken, dispusats fra 1991, G.E.C. Gads Forlag

Sofsrud, Thorbjørn, Bestyrelsens beslutning og ansvar, dispusats fra 1999, Greens Jura

Bilag 1, Vejledning – lovlig selvfinansiering

Vejledning

Lovlig selvfinansiering

Af Pernille Lyng og Dorthe Hjorth Petersen

INDHOLDSFORTEGNELSE

Indledning	100
Ulovlig og lovlig selvfinansiering	100
Processen for lovlig selvfinansiering.....	101
Betingelserne for lovlig selvfinansiering.....	101
Regnskabsmæssig behandling ved lovlig selvfinansiering	104
Ved mangelfuld opfyldelse af betingelserne for lovlig selvfinansiering	104
Skabelon til Det centrale ledelsesorgans redegørelse til generalforsamlingen	105
Tjekliste	107

Værktøjer i vejledningen:

Skabelon til ”Det centrale ledelsesorgans redegørelse”

Tjekliste

Indledning

Selskabslovens regler om selvfinansiering findes hovedsageligt i selskabslovens §§ 206-209.

Selskabslovens regler om selvfinansiering er enslydende for aktie- og anpartsselskaber, herunder også iværksætterselskaber.

Selskabslovens regler om aktieselskaber finder, med de fornødne tilpasninger, også anvendelse på partnerselskaber, jf. SL § 358. Dette gælder også i relation til selvfinansiering.

Ulovlig og lovlig selvfinansiering

Selvfinansiering er som hovedregel ulovligt, idet et selskab som hovedregel ikke direkte eller indirekte må yde økonomisk bistand, herunder stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller dets moderselskab, jf. SL § 206, stk. 1.

Ved opfyldelse af betingelserne anført i SL §§ 206, stk. 3, 207, 208 og 209, kan et selskab dog yde økonomisk bistand på lovlig vis, hvilket betegnes lovlig selvfinansiering, jf. SL § 206, stk. 2.

Ved fastlæggelse af, om der er tale om ulovlig selvfinansiering noteres kort at:

- Dette skal vurderes i den enkelte sag, på baggrund af de faktiske omstændigheder
- Erhvervsstyrelsen bruger en formålsfortolkning, idet formålet med dispositionen bestemmer, hvorvidt der er tale om ulovlig selvfinansiering
- Erhvervsstyrelsen mener, at hvis et selskab afholder omkostningerne til anden parts erhvervelse af selskabets kapitalandele, vil der efter styrelsens opfattelse være tale om ulovlig selvfinansiering
- Erhvervsstyrelsen er af den opfattelse, at selvfinansiering også omfatter lån fra et selskab til en kapitalejer, hvor lånet skal anvendes til, at kapitalejeren kan deltage i tegningen af en kapitalforhøjelse i selskabet
- Udtrykket at ”stille midler til rådighed” medfører, at alle former for gunst vil kunne være omfattet af selskabslovens regler om selvfinansiering.

Forbuddet mod selvfinansiering gælder ikke i følgende tilfælde:

- Hvis betingelserne for at yde lovlig selvfinansiering er opfyldt, jf. SL § 206, stk. 2
- Hvis der er tale om lån ydet af pengeinstitutter eller realkreditlån ydet af realkreditinstitutter, jf. SL § 213
- Hvis der er tale om dispositioner foretaget med henblik på at erhverve kapitalandele af eller til medarbejderne i selskabet eller et datterselskab, jf. SL § 214.

Processen for lovlig selvfinansiering

Det centrale ledelsesorgans indledende overvejelser	Det centrale ledelsesorgan tager stilling til betingelserne for lovlig selvfinansiering og sikrer at opfyldelse heraf er mulig
Det centrale ledelsesorgans redegørelse	Udarbejdelse af skriftlig redegørelse fra det centrale ledelsesorgan, til brug for generalforsamlingens stillingtagen til dispositionen
Generalforsamlingens godkendelse	Godkendelse af den økonomiske bistand på baggrund af den fremlagte redegørelse
Offentliggørelse af det centrale ledelsesorgans redegørelse hos Erhvervsstyrelsen	Skal ske senest 2 uger efter generalforsamlingens godkendelse
Ydelse af økonomisk bistand	Må ske straks generalforsamlingen har godkendt dispositionen
Regnskabsmæssig behandling i årsrapporten	Dispositionen vises under egenkapitalen som ”Reserve for udlån og sikkerhedsstillelse”

Betingelserne for lovlig selvfinansiering

Hvis en række betingelser er opfyldt, kan et selskab som nævnt direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån, eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet, eller dets moderselskab. Dette er udtryk for lovlig selvfinansiering.

Betingelserne for lovlig selvfinansiering behandles særskilt i efterfølgende afsnit.

Forsvarligheden af dispositionen

Selskabets samlede økonomiske bistand til tredjemand må på intet tidspunkt overstige, hvad der er forsvarligt under hensyntagen til selskabets og – hvis der er tale om et moderselskab – koncernens økonomiske stilling. Selskabet må hertil kun anvende beløb, der kan anvendes til udlodning af udbytte, dvs. frie reserver, jf. SL § 208.

Forsvarligheden vurderes på baggrund af de frie reserver på det tidspunkt, hvor bistanden ydes. Det bør således vurderes, hvorvidt der er behov for udarbejdelse af en opdateret saldobalance, der påviser udviklingen i selskabets egenkapital frem til dispositionen. Herudover bør ledelsen tidligt i processen vurdere, hvorledes selskabets kapitalberedskab og fremtidige likviditetsmæssige situation påvirkes af dispositionen.

Et efterfølgende fald i de frie reserver udløser ikke, at det pågældende mellemværende af den grund skal afvikles. Et fald i de frie reserver kan imidlertid betyde, at der påhviler ledelsen en handlepligt. Dette følger af ledelsens almindelige forpligtelse til at sikre, at selskabet altid har det fornødne kapitalberedskab.

Såfremt dispositionen ikke opfylder kravet om, at den kan ske på forsvarlig vis, bør ledelsen enten vurdere om vilkårene herfor kan ændres, eller om forslaget bør forkastes.

Kreditvurdering

Det centrale ledelsesorgan (bestyrelsen, hvis der er en sådan, ellers direktionen) skal sikre, at der foretages en kreditvurdering af den kreds, der modtager selskabets økonomiske bistand, jf. SL § 206, stk. 3. Hertil skal bemærkes, at kreditvurderingen skal udarbejdes på låntager, men også långiver ved pant.

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 rådgivning, fx fra en revisor eller en advokat.

Kreditvurderingen skal sikre en fyldestgørende vurdering af de involverede parteres finansielle stilling, hvor disses indkomstforhold, aktiver og passiver skal vurderes, både hvad angår de historiske data, men også forventningerne til disse i fremtiden. Foruden vurdering af disse bør det undersøges, hvorvidt personen står registreret i debitorregistre, eller tidligere har været under konkursbehandling.

Efter udarbejdelsen af kreditvurderingen bør ledelsen vurdere, om kreditvurderingen er fyldestgørende og om udfaldet af kreditvurderingen medfører, at den økonomiske bistand kan ske på forsvarlig vis. Disse spørgsmål bør tillige afdækkes, inden ledelsen foretager sig yderligere.

Markedsmæssige vilkår

Hvis tredjemand erhverver kapitalandele i selskabet, med økonomisk bistand fra selskabet, skal ydelsen af den økonomiske bistand ske på sædvanlige markedsvilkår, jf. SL § 209. Tilsvarende gælder, hvis tredjemand, med økonomisk bistand fra selskabet, tegner kapitalandele i selskabet, som led i en kapitalforhøjelse.

Ved sædvanlige markedsvilkår skal såvel renten, som andre forhold vurderes, fx lånets løbetid og eventuel sikring ved pant. Det centrale ledelsesorgan (bestyrelsen, hvis der er en sådan, ellers direktionen) skal således sikre, at lånet er ydet på rimelige og forsvarlige vilkår, især hvad angår rente, sikkerhedsstillelse og kreditvurdering. Kravet om, at økonomisk bistand skal ske på sædvanlige markedsvilkår medfører, at det centrale ledelsesorgan nødvendigvis må foretage en reel risikovurdering i forbindelse med den økonomiske bistand.

Det centrale ledelsesorgans redegørelse

Til brug for generalforsamlingens beslutning skal det centrale ledelsesorgan (bestyrelsen, hvis der er en sådan, ellers direktionen) fremlægge en skriftlig redegørelse, der skal indeholde oplysninger om:

1. Baggrunden for forslaget om økonomisk bistand
2. Selskabets interesse i at gennemføre dispositionen
3. De betingelser, der er knyttet til gennemførelsen af dispositionen
4. En vurdering af de konsekvenser, som dispositionen måtte medføre for selskabets likviditet og solvens
5. Den pris, som tredjemand skal betale for kapitalandelene.

Ad 1)

Baggrunden skal som minimum indeholde en beskrivelse af, hvem der har foreslået lovlig selvfinansiering, hvorfor og med hvilket formål.

Ad 2)

Selskabets interesse i at gennemføre disposition skal beskrives, herunder sikres, at interessen er i selskabets og ikke i enkelte kapitalejeres interesse samtidig med, at gennemførelsen ikke er i tydelig strid med selskabets vedtægtsmæssige formål.

Ad 3)

Betingelserne, der er knyttet til gennemførelsen skal anføres. Dette indebærer beskrivelse af samtlige lånevilkår, herunder rente, afdragsform og løbetid ved lån, beskrivelse af eventuelt pant og tilhørende provision samt de

underliggende lån hertil. Endvidere bør det sikres, at eventuelt pant er sikret hos Tinglysningsretten eller på anden måde.

Kravet om, at dispositionen sker på markedsmæssige vilkår er særdeles relevant under dette punkt. Såfremt ledelsen er i tvivl om, hvad markedsmæssige vilkår er, er det ledelsens ansvar at vurdere, hvorvidt der er brug for ekstern rådgivning herom, eller om der med fordel kan indhentes tilbud om andre finansieringsmuligheder, der kan danne grundlaget for vurderingen af, om vilkårene er forenelige med markedsmæssige vilkår.

Ad 4)

De konsekvenser som brugen af lovlig selvfinansiering medfører for selskabet på sigt, skal ligeledes beskrives. Beskrivelsen skal indeholde oplysninger om, hvordan selskabets likviditet og solvens forventes påvirket samt hvilke forudsætninger, der danner grundlag for disse forventninger. Det bemærkes, at der kan udarbejdes et budget eller en pengestrømsopgørelse, der viser, hvorledes selskabets likviditet og solvens påvirkes i fremtiden. Såfremt dette kan dokumenteres på anden vis, vil dette også være tilstrækkeligt, såfremt metoden er fyldestgørende.

Ad 5)

Prisen for kapitalandele skal angives. Ydermere skal der beskrives, hvilken metode der er anvendt til at fastsætte prisen. Oplysninger om, hvor stor en andel kapitalandelene udgør af den samlede kapital, både før og efter dispositionen, kan ligeledes være relevant, specielt når ejerforholdene mellem de eksisterende kapitalejere ændres. Det bør endvidere sikres, at der ikke sker forfordeling af nogle kapitalejere ved dispositionen.

Eksempel på det centrale ledelsesorgans redegørelse er at finde sidst i vejledningen.

Generalforsamlingens godkendelse:

Generalforsamlingens godkendelse af redegørelsen og dermed dispositionen skal foreligge, før der må ydes økonomisk bistand, jf. SL § 207, stk. 1.

- Generalforsamlingens afgørelse om godkendelse træffes med 2/3 majoritet, som også kræves ved vedtægtsændring, jf. SL § 207, stk. 2
- Generalforsamlingen kan ikke på forhånd bemyndige det centrale ledelsesorgan til at træffe beslutning om økonomisk bistand. Generalforsamlingens tilslutning til, at selskabet yder økonomisk bistand, skal således ske på baggrund af et konkret forhold
- Det centrale ledelsesorgans redegørelse skal offentliggøres hos Erhvervsstyrelsen senest 2 uger efter generalforsamlingens godkendelse, jf. SL § 207, stk. 3.

Regnskabsmæssig behandling ved lovlig selvfinansiering

Selskaber, der yder lån, sikkerhedsstillelse eller anden økonomisk bistand i henhold til selskabslovens regler om selvfinansiering, skal omklassificere et beløb, svarende til lånet, sikkerhedsstillelsen (dvs. restgælden på de underliggende lån) eller den økonomiske bistand fra posten ”Overført overskud” eller en anden post under egenkapitalen, der kan anvendes til udbytte, til posten ”Reserve for udlån og sikkerhedsstillelse”, jf. ÅRL § 35 a. Denne reserve skal formindskes eller opløses, i det omfang lånet, sikkerhedsstillelsen eller den økonomiske bistand nedbringes, eller bringes til ophør, men kan ikke elimineres med selskabets underskud eller formindskes på anden måde.

Ved brug af nedenstående skema, ses det endvidere, hvorledes de forskellige former for lån eller sikkerhedsstillelse, skal præsenteres i årsrapporten. Bemærk, at der er notekrav, når der er sket økonomisk bistand til ledelsen.

	Lån til moderselskab	Lån til Holding, som ikke er moderselskab	Lån til aktionær, fysisk person	Lån til ledelsesmedlem
Ejerandel	Bestemmende indflydelse, 50 %	1-50 %	1-100 %	0 %
Balance	Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	Tilgodehavender hos virksomhedsdeltagere og ledelse	Tilgodehavender hos virksomhedsdeltagere og ledelse	Tilgodehavender hos virksomhedsdeltagere og ledelse
Notekrav	Nej	Nej	Nej	Ja

Ved mangelfuld opfyldelse af betingelserne for lovlig selvfinansiering

Hvis et selskab har ydet økonomisk bistand i strid med selskabslovens regler om selvfinansiering, herunder manglende opfyldelse af betingelserne ved brug af lovlig selvfinansiering, skal beløbet tilbageføres til selskabet med tillæg af renter, jf. SL § 215, stk. 1.

Hvis tilbagebetaling ikke kan finde sted, eller aftaler om anden økonomisk bistand ikke kan bringes til ophør, indestår de personer, der har truffet aftale om eller opretholdt dispositionerne, for det tab, som selskabet måtte blive påført, jf. SL § 215, stk. 2.

Såfremt låntagere sælger kapitalandelen, anses dette ikke som en afvikling af lånet. Det ulovlige forhold kan således kun ophøre gennem tilbagebetaling.

Skabelon til Det centrale ledelsesorgans redegørelse til generalforsamlingen

DET CENTRALE LEDELSESORGANS REDEGØRELSE

I medfør af Selskabslovens § 207 fremlægges hermed for generalforsamlingen redegørelse for økonomisk bistand til [fysisk eller juridisk person], CPR-nr. [dd.mm.åååå – xxxx]/CVR-nr. [tt tt tt tt], med henblik på at stille midler til rådighed for [fysisk eller juridisk person]'s erhvervelse af kapitalandele i [Selskab].

Baggrunden for forslaget om at yde økonomisk bistand

Forslaget om at yde økonomisk bistand er foreslået af [person(er)], begrundet i [fysisk eller juridisk person]'s [forestående finansiering af køb af kapitalandelene og lignende], med det formål at sikre selskabets fremtidige [generationsskifte, ændring af ejerforhold m.v.].

Selskabets interesse i gennemførelsen

Dispositionen skal medføre, at selskabet fremover kan drage nytte af ny kapitalejers know-how/ledelsesmæssige erfaringer/osv., der på sigt forventes at medføre bedre produkter/tilfredse medarbejdere m.v., som endeligt medfører selskabet en bedre markedsposition/tiltrækning af nye og dygtige medarbejdere osv.

Eller

Dispositionen medfører, at selskabet ikke er nødsaget til at lade sig likvidere, som følge af eksisterende kapitalejers manglende mulighed for at drive selskabet videre, eftersom ny kapitalejer vil overtage ansvaret for selskabets fremtidige drift, ved erhvervelsen af kapitalandelene.

M.fl.

Betingelser tilknyttet til gennemførelsen

Den økonomiske bistand til [fysisk eller juridisk person] på DKK [beløb] i form af lån vil blive forrentet med [antal] % p.a og agtes tilbagebetalt i form af [udbytteudlodning, kontanter] over [antal år/måneder].

Eller

Den økonomiske bistand til [fysisk eller juridisk person] sker ved pant i [Selskab]'s [aktiv(er)], hvor den fremtidige tilknyttede gæld vil udgøre DKK [beløb] pr. [dd.mm.åååå]. Provision for pantet udgør [antal] % og agtes betalt i form af [udbytteudlodning, kontanter] over [antal år/måneder]. Pantet sikres ved tinglysning.

Selskabets påvirkning efter gennemførelsen

Den økonomiske bistand vil [reducere selskabets likviditet/ikke påvirke selskabets likviditet] på kort sigt og på længere sigt vil likviditeten og soliditeten [stadig være særdeles tilfredsstillende], hvilket medfører, at dispositionen ikke vurderes at overstige, hvad der er forsvarligt under hensyntagen til [selskabets/koncernens økonomiske stilling].

Prisen for kapitalandelene

[Fysisk eller juridisk person] skal efter hensigten erhverve kapitalandele(ne) i [Selskab] til [favørkurs/markedspris/kurs indre værdi] pr. [dd.mm.åååå], svarende til kurs [beløb] og en samlet overdragelses-sum på DKK [beløb], hvilket vurderes at være i overensstemmelse med markedsvilkårene.

Dispositionen ændrer ikke på øvrige kapitalejeres andel af den samlede kapital.

Eller

Dispositionen medfører, at kapitalejernes andel af den samlede kapital ændres som følger:

Kapitalejer:	Andel i % før:	Andel i % efter:
[modtager af dispositionen]	[antal]	[antal]
[navn 1]	[antal]	[antal]
[navn 2]	[antal]	[antal]
[navn 3]	[antal]	[antal]

Andre relevante oplysninger

Der vil i fremtiden ske [nye investeringer, større generationsskifte, osv.].

Ovenstående redegørelse indstilles til godkendelse på selskabets [ordinære/ekstraordinære] generalforsamling den [dd.mm.åååå].

[Ledelsesmedlem] [Ledelsesmedlem] [Ledelsesmedlem]

[Titel] [Titel] [Titel]

[Ledelsesmedlem] [Ledelsesmedlem] [Ledelsesmedlem]

[Titel] [Titel] [Titel]

Tjekliste

Selskabs- loven	Spørgsmål	Ja	Nej	Irr.
§ 208	Forsvarlighed			
	Er den samlede økonomiske bistand forsvarlig på tidspunktet for ydelsen, under hensyntagen til selskabets/koncernens økonomiske stilling?			
	Er der frie reserver i senest aflagte årsrapport?			
	Er det sikret, at der også er frie reserver på tidspunktet for dispositionen?			
	- Er der udarbejdet saldobalance på dette tidspunkt, der kan danne grundlag herfor?			
	- Er det, ved fald i de frie reserver, fra senest aflagte årsrapport til tidspunktet for dispositionen konkluderet, at dispositionen stadig er forsvarlig?			
	Sikres det, at kapitalberedskabet kan opretholdes efter dispositionen?			
§ 207, stk. 2	Sikres det, at selskabets likviditet på tidspunktet for dispositionen er forsvarlig i forhold til sikring af fremtidige forhold?			
	Forventes det, at dispositionen kan godkendes af generalforsamlingen med 2/3 majoritet?			
<i>Delkonklusion: såfremt ovenstående ikke er besvaret med "Ja", bør de grundlæggende forudsætninger for dispositionen ændres, eller forslaget herom bør forkastes.</i>				
§ 206, stk. 3	Kreditvurdering			
	Har det centrale ledelsesorgan sikret, at der er foretaget en kreditvurdering?			
	Er det fastslået, hvilke involverede parter der er tale om?			
	<i>De involverede parter kan både udgøre låntager og långiver.</i>			
	Er der for fysiske personer indhentet:			
	- Kopi af seneste lønseddel, eller anden dokumentation for fremtidig indkomst?			
	- Kopi af seneste årsopgørelse fra SKAT og tilhørende skatteoplysninger?			
	- Kopi af opdateret budget?			
	- Oplysninger om lån, der ikke er oplyst til SKAT?			
	- Oplysninger om aktiver, der ikke er oplyst hos SKAT?			
	- Oplysninger om eventuel registrering hos RKI eller andre debitorregistre?			
	- Oplysninger om tidligere konkurs(er)?			
	- Andre relevante oplysninger?			
	Er der for juridiske personer indhentet:			
	- Kopi af de seneste 3 årsrapporter?			
- Kopi af de seneste 3 interne årsregnskaber?				
- Kopi af de seneste 3 års revisionsprotokollater, eller tilsvarende? (hvis der er foretaget revision)				
- Kopi af opdateret budget? (for minimum 3 år)				
- Oplysninger om forventningerne til fremtidige udlodninger af udbytte?				
- Oplysninger om tidligere konkurs(er)?				

Selskabsloven	Spørgsmål	Ja	Nej	Irr.
	<ul style="list-style-type: none"> - Andre relevante oplysninger? <p>Er der for pant sikret at:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Pantet som minimum har en værdi tilsvarende lånet? - Pantet er sikret hos Tinglysningsretten? - Panttager også er kreditvurderet ved brug af ovenstående krav for fysiske eller juridiske personer? 			
<p><i>Delkonklusion:</i></p> <p>1.) <i>Er udarbejdede kreditvurdering(er) fyldestgørende?</i></p> <p>2.) <i>Er det forsvarligt at yde den økonomiske bistand på baggrund af udarbejdede kreditvurdering(er)?</i></p> <p><i>Såfremt begge spørgsmål kan besvares med ja, kan processen fortsættes.</i></p>				
§ 207, stk. 1	<p>Det centrale ledelsesorgans redegørelse</p> <p>Har det centrale ledelsesorgan udarbejdet redegørelsen til brug for generalforsamlingens beslutning?</p> <p>Indeholder redegørelsen tilstrækkelige oplysninger om:</p> <p>1. Baggrunden for forslaget om at yde økonomisk bistand?</p> <ul style="list-style-type: none"> - Er der oplyst, hvem der foreslog dispositionen? - Er der oplyst om årsagen til forslaget? - Er der oplyst om formålet med forslaget? <p>2. Hvad selskabets interesse er i gennemførelse af dispositionen?</p> <ul style="list-style-type: none"> - Ligger dispositionens formål indenfor selskabets vedtægtsmæssige formål? - Er det til gunst for selskabet at gennemføre dispositionen? <p>3. Hvilke betingelser, der er knyttet til gennemførelsen af dispositionen?</p> <ul style="list-style-type: none"> - Er der for lån oplyst om lånevilkår, herunder rente, afdragsform og eventuel pantsætning? - Er der fra eksternt part indhentet vejledning om, hvorvidt der ved lån bør tages pant? Hvis ja: er pantet foreneligt med markedsmæssige vilkår? - Er der ved pant fastsat provision? Hvis ja: er vilkårene for lån/sikkerhedsstillelse forenelige med markedsmæssige vilkår? - Har pantet som minimum en værdi, svarende til lånets restgæld? - Er pantet sikret hos Tinglysningsretten? - Er der for dispositionen indhentet andre finansieringsmuligheder? Hvis ja: sker dispositionen på lignende og dermed markedsmæssige vilkår? - Er det angivet, hvorvidt betaling af ydelser sker ved udlodning af udbytte? 			

Selskabs- loven	Spørgsmål	Ja	Nej	Irr.
	<p>4. Hvordan selskabets likviditet og solvens påvirkes ved gennemførelsen af dispositionen?</p> <ul style="list-style-type: none"> - Er der udarbejdet et budget, der viser, hvorledes selskabet påvirkes af dispositionen på sigt? - Er der om nødvendigt udarbejdet pengestrømsanalyse, der viser, hvorledes selskabet efterfølgende påvirkes af dispositionen? <p>5. Hvilken pris tredjemand skal betale for kapitalandelene?</p> <ul style="list-style-type: none"> - Er det angivet, hvor stor en andel kapitalandelene udgør af den samlede kapital, på tidspunktet for dispositionen? - Er prisen fastsat uden forfordeling af kapitalejere? - Er det beskrevet ud fra, hvilke kriterier/metode prisen er fastsat? <p>6. Såfremt der er andre relevante oplysninger, som generalforsamlingen bør have kendskab til, er disse da beskrevet tilstrækkeligt i redegørelsen? <i>Ex oplysninger om forestående generationsskifte, investeringer m.v.</i></p>			
<p><i>Delkonklusion: Er det sikret, at redegørelsen beskriver ovenstående 6 punkter fyldestgørende? Såfremt dette ikke er tilfældet bør de oplyste punkter gennemgås igen.</i></p>				
§ 207, stk. 1	Har generalforsamlingen godkendt den økonomiske bistand?			
<p><i>Delkonklusion: såfremt ovenstående ikke er besvaret med "Ja", bør de grundlæggende forudsætninger for dispositionen ændres, eller forslaget herom bør forkastes.</i></p>				
§ 207, stk. 3	Er ledelsen gjort opmærksom på, at Erhvervsstyrelsen skal modtage redegørelsen senest 2 uger efter generalforsamlingens godkendelse af dispositionens gennemførelse?			