

SELVFINANSIERINGS- FORBUDDET I SELSKABSRETEN

Asbjørn Bøgh Becker

Studienummer: 20123896

Erhvervsjuridisk kandidatafhandling

Vejleder: Anders Bredgaard

Afleveringsdato: 10.05.2017

Titelblad

Erhvervsjuridisk kandidat

Aalborg Universitet, 10. maj 2017

Titel: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten

English title: The prohibition of self-financing in the Company Act

Antal sider: 53

Vejleder: Anders Bredgaard

Udarbejdet af:

Asbjørn Bøgh Becker

Studienr.: 20123896

Indholdsfortegnelse

1. Executive Summary	5
2. Indledning	6
2.1 Problemformulering	7
2.2 Afgrænsning.....	7
2.2.1 Begrebsafgrænsning.....	8
2.3 Metode	9
3. Virksomhedsoverdragelse ved overdragelse af kapitalandele.....	10
3.1 Beskatning ved overdragelse af aktier	10
3.1.1 Rentebrøksbegrænsning ved tynd kapitalisering.....	11
3.2 Leveraged Buy Out - LBO	13
3.2.1 Finansiering og strukturering	13
3.2.2 Debt-push-down.....	15
4. Selvfinansieringsforbuddet i selskabsloven.....	16
4.1 Bestemmelsens oprindelse og formål	16
4.2 Bestemmelsens indhold	18
4.3 Den omfattede personkreds.....	19
4.4 Forbuddet mod at yde lån	21
4.5 Forbud mod at stille sikkerhed	23
4.6 Forbuddet mod at stille midler til rådighed	26
4.7 Covenants	28
4.8 Koncern - SL § 211	29
4.9 Cash-pooling	30
4.10 Konsekvenser ved dispositioner i strid med SL § 206, stk. 1	32
5. Lovlig selvfinansiering.....	34
5.1 SL § 206, stk. 3 – Kreditvurdering af modtagerkredsen	35
5.2 SL § 207 – Generalforsamlingens godkendelse og skriftlig redegørelse fra det centrale ledelsesorgan	36
5.2.1 Generalforsamlingens godkendelse	37
5.2.2 Baggrunden for forslaget.....	39
5.2.3 Selskabets interesse i selvfinansieringen	39
5.2.4 Betingelser for transaktionens gennemførelse	40

5.2.5 Transaktionens konsekvenser for selskabets likviditet og soliditet	40
5.2.6 Kapitalandelenes pris	41
5.3 SL § 208 – Selvfinansieringens forsvarlighed.....	41
5.4 SL § 209 – Krav om sædvanlige markedsvilkår	43
6. Efterfinansiering	44
6.1 Udbytte	45
6.2 Kapitalnedsættelse	49
7. Konklusion	50
8. Litteraturliste	52

1. Executive Summary

The Danish Company Act contains a prohibition against self-financing, which has been implemented as part of the EU legislation. The prohibition means that it is illegal for a company to directly or indirectly contribute to the financing, when any third-party attempt to acquire its shares. Over the course of time the prohibition has been criticized, because it was perceived as limiting for legitimate business transactions, especially acquisitions. It has resulted in a new directive from the European Council, which allow the members to make the prohibition more lenient. It is now possible to provide financing regarding acquisition of shares, if the company comply with certain conditions. The purpose of this thesis is to examine which impact the rules of self-financing have for Danish companies.

One of the primary thoughts of the Company Act is the protection of the company's capital and the stakeholders' interests in the company. But even before the alteration of the legislation, companies have used the possibilities in the Company Act to contribute to its shareholders financial planning.

Even though the legislation about self-financing is more lenient today, this does not necessarily mean that this method is preferred by the parties of transaction. The conditions that must be met, includes making information regarding the recipient and the conditions of the self-financing public.

Furthermore, the company must respect the rights of minority shareholders. The combination of these conditions mean that the practical use of self-financing is limited.

When a private equity fund acquires a company by a so-called leveraged buyout, it is primarily financed by debt. This reduces the need of equity for the investment, and after the transaction the debt is pushed down into the target company. This disposition increases the possibility of financial distress, and can therefore be perceived as a threat to the protection of the company's stakeholders.

Despite this, the transaction is perfectly legal if the buyer complies with the rules of the Company Act §§ 179-184. If the company has free reserves, it can be paid as dividends for the shareholders. It does not necessarily have to be liquid funds, as it is legal for the company to obtain debt to pay dividends. The management is responsible to ensure that the company's economical state is always sufficient. If they are not able to ensure this, they might be liable for damages.

The buyer, if it is a company, also have the possibility to deduct some of the costs of interests from his taxable income and thus can optimize its cost of capital. There are certain limitations regarding this possibility, which is regulated by the Corporate Tax Law.

The conclusion is that despite the regulation of self-financing, in the end the target company pays for its own acquisition – the question is just how, and which impact the transaction makes on the company's stakeholders.

2. Indledning

Selvfinansieringsforbuddet har været en del af dansk selskabsret allerede inden implementeringen af det 2. selskabsdirektiv. En stor del af baggrunden for selskabsloven i dens nuværende form, er at sikre beskyttelse af selskabets interessenter, herunder særligt kreditorer og minoritetskapitalejere. Dette søges bl.a. sikret ved offentlighed om en stor del af selskabets forhold, kapitalbeskyttelsesregler, samt ledelsen pligt til at påse at selskabets økonomiske stilling er forsvarlig.

Denne afhandling har til formål at illustrere og analysere problemstillinger i forbindelse med transaktioner, hvor kontrollen i et kapitalselskab overgår til tredjemand. Denne kontrol kan i medfør selskabsloven¹ opnås ved direkte eller indirekte erhvervelse af mere end halvdelen af selskabskapitalen eller stemmerettighederne i målselskabet, jf. SL § 7. Betegnelserne transaktion og virksomhedsoverdragelse vil i afhandlingen blive benyttet synonymt om køb og salg af selskaber. Specialet vil hovedsageligt behandle selskabsretlige problemstillinger, herunder særligt selskabslovens regler om selvfinansiering i SL § 206, stk. 1 samt alternativerne hertil.

Virksomhedsoverdragelser har, når blot målselskabet har en vis størrelse, ofte et meget betydeligt omfang, hvorfor det for både køber og sælger har stor betydning hvordan transaktionen struktureres. Når virksomhedskøberen finansierer en transaktion, er denne ofte finansieret ved en kombination af egen- og fremmedkapital. Dette skyldes bl.a. at det er sjældent at køberen er i besiddelse af hele den fornødne kapital eller ønsker at anbringe så stor en del af sine frie midler i målvirksomheden.² I praksis sker det ofte ved efterfølgende dispositioner, at gælden skubbes ned i målselskabet ved en ”debt-push-down”, hvilket kan reducere beskyttelsen for kreditorer og minoritetsaktionærer. Dette aktualiserer

¹ Lovbekendtgørelse af 2015-09-14 nr.1089

² *Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren, Køb og salg af virksomheder*, Nyt Juridisk Forlag, 2014, s.618.

problemstillingen om, hvorvidt selvfinansieringsforbuddet reelt udgør en beskyttelse af selskabets interessenter.

2.1 Problemformulering

Aktie- og anpartsselskaber er kapitalselskaber med begrænset hæftelse, hvilket betyder at kapitalejerne ikke hæfter for mere end den i selskabet indskudte kapital. Af hensyn til selskabernes interessenter, herunder kreditorer og medarbejdere, reguleres denne type virksomhed af selskabsloven. Selskabet er underlagt nogle mindstekrav til selskabskapitalen, ligesom det centrale ledelsesorgan er forpligtiget til at sikre at der til hver en tid er et forsvarligt kapitalberedskab. I transaktioner, hvor akkvisitionsgælden efterfølgende skubbes ned i målselskabet, medfører dette alt andet lige en reduktion af målselskabets frie midler, hvilket kan betegnes som en forringelse af selskabets kapitalberedskab og derved en potentiel risiko for kreditorerne. Beskyttelse af kreditorer og minoritetsaktionærer er et af de væsentligste hensyn og hensyn bag selskabsloven, og der kan derfor argumenteres for at dispositioner som de ovennævnte kan være bekymrende for disse interessenter.

Det er derfor interessant at behandle struktureringen af en leveraged buy out, herunder hvilken betydning den valgte finansiering og skattemæssige forhold har. Dernæst vil afhandlingen behandle det selskabsretlige selvfinansieringsforbud. Dette fører til følgende problemformulering: *”Hvilken betydning har selvfinansieringsforbuddet i SL § 206, stk. 1 i forhold til struktureringen af virksomhedsoverdragelser? Hvordan påvirkes de skattemæssige forhold for køber og sælger, i det tilfælde at overdragelsen sker som LBO?”*

2.2 Afgrænsning

Afhandlingen vil indledningsvis kort give et overblik over de skattemæssige forhold, der bør iagttages i forbindelse med en majoritetsoverdragelse efter aktiemodellen. Virksomhedsoverdragelser efter substansmodellen er fravalgt, da det ved denne type overdragelse er selskabets substans i form af aktiver, der er genstand for overdragelsen. Da SL § 206, stk.1 eksplicit fremhæver at forbuddet omfatter erhvervelse af selskabets kapitalandele, findes denne type transaktion derfor ikke relevant i relation til selvfinansieringsforbuddet. Der tages udgangspunkt i en situation, hvor både sælger og køber af selskabet er juridiske personer. Skatteretligt vil der ligeledes holdes fokus på de danske regler, og situationer hvor transaktionen f.eks. omfatter udenlandske moderselskaber vil ikke blive behandlet.

Derudover vil der blive redegjort for begrebet leveraged buy out (LBO), herunder hvorledes denne struktureres og finansieres.

Denne kandidatafhandling vil hovedsageligt behandle de problemstillinger, der knytter sig til selvfinansieringsforbuddet i SL § 206, stk. 1, muligheden for lovlig selvfinansiering jf. SL § 206, stk. 2, samt efterfinansiering som alternativ hertil. Kapitalbeskyttelsesreglerne i selskabsloven er i et vidst omfang en implementering af det 2.selskabsdirektiv, herunder regler om selvfinansiering. Denne afhandling vil dog kun behandle selvfinansieringsforbuddet i forhold til dansk ret, og de relevante bestemmelser i direktivet vil derfor blot blive kort beskrevet til at belyse selvfinansieringsforbuddets oprindelse og udvikling. Til besvarelse af problemformuleringen er det endvidere relevant at overveje afgrænsningen i mellem selvfinansieringsforbuddet i SL § 206, stk. 1 og det generelle forbud mod at yde lån til kapitalejere og ledelsesmedlemmer i SL § 210. Den juridiske litteratur og praksis vedrørende kapitalejerlån er omfattende, og vil således ikke blive behandlet indgående i nærværende afhandling, da det ikke vil kunne rummes inden for rammerne. Lovgivningen om kapitalselskaber i Danmark er overordnet yderst omfattende, og afhandlingen vil af denne årsag primært behandle bestemmelserne i lovens kapitel 11 om kapitalafgang og kapitel 13 om økonomisk bistand med et kapitalselskabs egne midler. Øvrige bestemmelser vil blot blive behandlet perifert, som led i analyse og fortolkning af bestemmelserne om selvfinansiering og efterfinansiering.

2.2.1 Begrebsafgrænsning

Indledningsvis vil nogle af selskabsrettens grundbestemmelser blive præsenteret, da afhandlingen kontinuerligt vil referere til disse.

Ved referencer til koncerner og moderselskaber henvises til SL §§ 6-7. Et moderselskab udgør sammen med et eller flere datterselskaber en koncern. Det afgørende for hvilket selskab der anses som moderselskab, er hvorvidt der direkte eller indirekte udøves bestemmende indflydelse over datterselskabets økonomiske og driftsmæssige beslutninger. Bestemmende indflydelse opnås ved direkte eller indirekte at råde over halvdelen af stemmerettighederne, enten ved ejerskab eller ved aftale med andre investorer.

Ved referencer til det centrale ledelsesorgan forstås i henhold til SL § 5, nr. 4 en af følgende, (a) bestyrelsen i selskaber, der har en direktion og en bestyrelse, (b) direktionen i selskaber, der alene har en direktion eller (c) direktionen i selskaber, der både har en direktion og et tilsynsråd.

Ved referencer til forbuddet mod kapitalejrlån henvises til SL § 210. Forbuddet i SL § 210 omfatter at selskabet yder økonomisk bistand til kapitalejere, ledelsesmedlemmer samt disse nærtstående. Dette forbud er generelt og omfatter almindelige lån, f.eks. til selskabets drift, mens SL § 206, stk. 1 er et specifikt forbud i forbindelse med erhvervelse af kapitalandele. Afgrænsningen af bestemmelserne vil blive behandlet nærmere afsnit 4.4.

2.3 Metode

Den juridiske metode i denne afhandling tager udgangspunkt i den retsdogmatiske metode. Ved retsdogmatikken søges at beskrive, fortolke, analysere og systematisere gældende ret.³ Metoden tager sigte på at afdække den regel, som angiver retstilstanden ved en given problemstilling. Centralt i den juridiske metode er tillige retskilderne, idet metoden ved korrekt anvendelse heraf kan lede frem til gældende ret eller en velbegrundet antagelse om, hvilken regel der er gældende. Der vil i afhandlingen blive refereret til lovgivningen, og denne vil blive analyseret og fortolket ud fra forarbejder, betænkninger, retspraksis, administrativ praksis og øvrig relevant faglitteratur. Kilderne har forskellig retskildemæssig værdi, hvilket der naturligvis bør tages højde for, når de ligges til grund for analyse og fortolkning.⁴ Således kan det f.eks. bemærkes at Erhvervsstyrelsens administrative praksis kun er vejledende, og domstolene er ikke underlagt at skulle fortolke i overensstemmelse hermed.

Betænkning nr. 1498/2008 om Modernisering af selskabsloven er blevet til på baggrund af et nedsat udvalg, der fik til opgave skabe et overblik over den gældende selskabslovgivning, med henblik på modernisering heraf. Formålet med betænkningen har været at sikre at Danmark bliver et af verdens mest konkurrencedygtige samfund, med en erhvervslovgivning der er enkel, klar og effektiv.

Selskabslovgivningen skal følge både den teknologiske og internationale udvikling, og skal tilstræbe at udnytte de muligheder, der følger af EU-reguleringen. Udvalget til Modernisering af Selskabsretten har haft en bred sammensætning for at varetage både erhvervslivets og det offentliges interesser.⁵ Det må herefter antages at betænkningen har en væsentlig værdi, ved fortolkning af bestemmelserne i selskabsloven.

³ Carsten Munk-Hansen, Retsvidenskabsteori, 2014, s. 86.

⁴ Peter Blume, Retssystemet og juridisk metode, 2016, s. 179 ff.

⁵ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsloven, s. 15 ff.

3. Virksomhedsoverdragelse ved overdragelse af kapitalandele

I det følgende behandles virksomhedsoverdragelser, som sker ved overdragelse af majoriteten af kapitalandele i selskabet. Der skal i den forbindelse sondres mellem begrebet selskab og virksomhed. Selskabet er den juridiske person, som ejer og driver en eller flere virksomheder. Selskabet er skallen, mens virksomheden er en flerhed af aktiver og passiver, og derved udgør selskabets substans.⁶ Ved aktieoverdragelse er det selskabets kapitalandele, der overdrages til erhververen. Køber overtager dermed virksomheden med alle de rettigheder, forpligtelser og risici, som ligger i det overtagne selskab.⁷

I det følgende er udgangspunktet at både køber og sælger er juridiske personer. Ved overdragelser efter aktiemodellen behandles beskatning efter bestemmelserne i aktieavancebeskatningsloven, ABL.

3.1 Beskatning ved overdragelse af aktier

Når sælgeren af kapitalandele er et selskab, er avancen ved afståelsen ofte skattefri. Ved beskatning af sælger sondres der mellem om de afståede aktier er porteføljeaktier, datterselskabsaktier eller koncernaktier. Såfremt at der er tale om noterede porteføljeaktier, vil selskabet blive beskattet af gevinsten som almindelig selskabsindkomst, jf. ABL § 9, mens avance på unoterede porteføljeaktier samt datterselskabsaktier og koncernselskabsaktier er skattefri, jf. ABL § 8. Det følger af ABL § 8, at gevinst og tab ved afståelse af unoterede porteføljeaktier, datterselskabsaktier eller koncernselskabsaktier, ikke medregnes ved opgørelsen af selskabets skattepligtige indkomst, hvorfor der ligeledes heller ikke fradragsret i tilfælde af et realiseret tab. Derimod kan tab på noterede porteføljeaktier fradrages i anden skattepligtig indkomst. Datterselskabsaktier er i ABL § 4A defineret som kapitalandele, som ejes af et selskab med en ejerandel på mindst 10 % af kapitalandelene i datterselskabet. Koncernselskabsaktier er i ABL § 4B defineret som kapitalandele, hvor ejeren og det selskab, hvori der ejes kapitalandele, er sambeskattede efter reglerne om national sambeskatning i selskabsskattelovens § 31 eller kan sambeskattes efter reglerne om international sambeskatning i selskabsskattelovens § 31A. Unoterede porteføljeaktier er kapitalandele, der ejes af et selskab, der ejer mindre end 10 % af kapitalandelene i porteføljeselskabet, jf. ABL § 4C.⁸

⁶ Erik Werlauff, Selskabsskatteret 2016/17, 2016, s. 504.

⁷ Karsten Gianelli, mfl., Køb og salg af virksomheder – en håndbog, 2016, s. 112 f.

⁸ Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren, Køb og salg af virksomheder, Nyt Juridisk Forlag, 2014, s.318 f.

Ved overdragelsen af kapitalandelene vil dette have betydning for målselskabets sambeskatningsforhold, jf. SEL § 31. Målselskabet vil således ved transaktionen gå fra at være koncernforbundet og sambeskattet med sælger, til at være koncernforbundet og sambeskattet med køberen. For koncernforbundne selskaber i Danmark gælder obligatorisk national sambeskatning, hvilket har betydning hvis ikke ændringen af koncerntilknytningen sker på skæringstidspunktet for indkomståret for både køber og sælger, da reglerne om periodeopgørelse i så fald finder anvendelse på målselskabet i transaktionsåret. Dette vil medføre at der skal udarbejdes to særskilte indkomstopgørelser for de respektive perioder, hvor målselskabet er koncernforbundet med henholdsvis sælger og køber. Det er et krav for begge periodeopgørelser, at de udarbejdes efter de almindelige principper med hensyn til periodisering af såvel den skattepligtige indkomst som de fradragsberettigede omkostninger.⁹

Ved struktureringen af virksomhedsoverdragelsen, er det relevant at iagttage det skattemæssige retserhvervelsestidspunkt. Efter det skattemæssige retserhvervelsesprincip anses kapitalandelene som hovedregel for afstået fra det tidspunkt, hvor der er indgået bindende aftale herom. Det er således ikke ved closing, hvor kapitalandelene formelt overgår til køber, der har betydning skattemæssigt. Dette har betydning i tilfælde af, at parterne ønsker at der sker en udlodning af udbytte til sælger, før transaktionen får retskraft. Der sker ikke beskatning af udbytte, når kapitalejeren er et selskab, jf. SEL § 13. Udbetaling af udbytte kan f.eks. tænkes at være aktuelt for at mindske købers finansieringsbehov, i tilfælde hvor selskabet har frie reserver til disposition. Alternativt kan køber efterfølgende udlodde frie reserver som ordinært eller ekstraordinært udbytte i medfør af SL §§180-184, hvilket vil blive behandlet i forbindelse med debt-push-down i afsnit 3.2.2, samt mere omkring de formelle krav i afsnit 6 om efterfinansiering.¹⁰

3.1.1 Rentefradragsbegrænsning ved tynd kapitalisering

Ved optagelse af lån i forbindelse med erhvervelsen af et selskab, vil erhververen som udgangspunkt have fradragsret for renteudgifter efter SEL § 9. Imidlertid er det nødvendigt at være opmærksom på rentefradragsbegrænsningerne i SEL §§ 11, 11B og 11C. Reglerne om tynd kapitalisering i SEL § 11 har den konsekvens, at et selskab kun kan fratrække renteudgifter og kurstab på ”kontrolleret gæld” i

⁹ Karsten Gianelli, mfl., *Køb og salg af virksomheder – en håndbog*, 2016, s. 113 f.

¹⁰ Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren, *Køb og salg af virksomheder*, Nyt Juridisk Forlag, 2014, s. 301f og 333 ff.

det omfang selskabets samlede gæld og egenkapital ved indkomstårets udgang ikke overstiger 4:1.

Kontrolleret gæld er defineret som gæld til selskaber, der er omfattet af Ligningslovens (LL) § 2, dvs. nærtstående til selskabet. I henhold til LL § 2 omfattes selskaber, som direkte eller indirekte kontrollerer mere end 50 % af kapitalandelene eller stemmerettighederne i selskabet, koncernforbundne selskaber, samt gæld til tredjemand, som et nærtstående selskab stiller sikkerhed for.

Rentefradragsretten reduceres dog kun for den del af den kontrollerede gæld, som skulle omkvalificeres til egenkapital, for at selskabets samlede gæld/egenkapital forhold opfylder kravet om 4:1. I følgende eksempel har et selskab aktiver for 500.000.000 og gæld for 450.000.000. Egenkapitalen udgør således 50.000, hvilket svarer til et gæld/egenkapital forhold på 9:1. I dette tilfælde vil der kunne fradrages renteudgifter for 40.000.000, mens der sker fradragsbeskæring for 50.000.000.¹¹

Det er endvidere relevant at iagttage SEL § 11B, som fastsætter en reduktion af et selskabs ret til fradrag for nettofinansieringsomkostninger. Denne bestemmelse omfatter både kontrolleret gæld og usikret gæld til tredjemand. Bestemmelsen omfatter alle danske kapitalselskaber, samt udenlandske selskaber, hvor ledelsen har sæde i Danmark, udenlandske selskabers faste driftssted i Danmark og udenlandske selskaber, der er omfattet af en dansk international sambeskatning. Formålet med SEL § 11B er at fjerne fradrag for gæld, der overstiger den skattemæssige værdi af selskabets aktiver ganget med en standardrente. Standardrenten er i SEL § 11B, stk. 2 defineret som et simpelt gennemsnit af Nationalbankens kassekreditrente for ikkefinansielle selskaber i juli, august og september i kalenderåret forud for indkomståret. Nettofinansieringsudgifterne opgøres som en evt. negativ sum af de typer af indtægter og udgifter, der er opregnet i SEL § 11B, stk. 4, heriblandt renteindtægter- og udgifter. Der er i bestemmelsen en bagatelgrænse på 21,3 mio. kr. Skatteværdien af selskabets aktiver opgøres på baggrund af anskaffelsessummen med fradrag af de foretagne skattemæssige afskrivninger. Det følger af SEL §§ 11B, stk. 6 og 12 ikke medregnes heri. Standardrenten udgør i 2017 3,2 %¹², så hvis det antages at selskabets aktiver har en skattemæssig værdi på 500.000.000 vil dette resultere i følgende renteloft: $500.000.000 \times 3,2 \% = 16.000.000$ kr. Da dette er under bagatelgrænsen, vil selskabet have fradrag for 21.300.000 kr., mens nettofinansieringsudgifter herover ikke er fradragsberettiget.

¹¹ *Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren, Køb og salg af virksomheder*, Nyt Juridisk Forlag, 2014, s. 654 f.

¹² SKM2016.488.SKAT

Endelig skal EBIT-reglen i SEL § 11C iagttages. Denne bestemmelse omfatter de samme selskaber som SEL § 11B, og begrænser et selskabs rentefradragsret i det omfang, at selskabets skattepligtige indkomst før nettofinansieringsudgifter nedsættes med mere end 80 % som følge af nettofinansieringsudgifter, og efter at der er sket evt. fradragbeskæring efter SEL § 11B. Det fremgår af SEL § 11C, stk. 1, at nettofinansieringsudgifter opgøres på samme måde som efter SEL § 11B, stk. 4. Bagatelgrænsen ved denne bestemmelse er tillige 21,3 mio. kr. Hvis selskabet eksempelvis har en skattepligtig indkomst før nettofinansieringsudgifter på 150.000.000 kr., vil selskabet maksimalt kunne nedbringe selskabets skattepligtige indkomst til 30.000.000 kr. Selskabet kan således ikke fradrage nettofinansieringsomkostninger i det omfang disse overstiger 120.000.000 kr.¹³

3.2 Leveraged Buy Out - LBO

Leveraged buy out er et overordnet begreb for overtagelser af selskaber, hvor transaktionen overvejende er finansieret ved optagelse af gæld. Den til transaktionens gennemførelse optagne gæld skubbes ved efterfølgende transaktioner ned i målselskabet, for at skaffe erhververen, hvilket i praksis ofte er en eller flere kapitalfonde, en finansiell fordel i forbindelse med transaktionen. Andelen af egenkapital i forhold til fremmedkapital varierer i de enkelte transaktioner, men det antages at være normalt at strukturere transaktionen med en fjerdedel egenkapital og trefjerdedel fremmedfinansiering, hvilket bl.a. var tilfældet ved opkøbene af TDC og ISS. Den høje gældsandel medfører alt andet lige en højere finansiell risiko, og långiver betinger sig derfor ofte at sikkerhed stilles på baggrund af målselskabets cash flow, hvilket i praksis sker ved en debt-push-down. Desuden betinger långiver ofte at målselskabet afgiver både finansielle og ikke-finansielle covenants overfor långiver. Dette kan være i form af rapporteringskrav om selskabets performance, eller at selskabet påtager en forpligtelse til ikke at foretage en given handling.¹⁴ Covenants vil blive behandlet nærmere i afsnit 4.8.

3.2.1 Finansiering og strukturering

Da en LBO er typisk finansieret ved en høj grad af fremmedkapital, er det nødvendigt at optage en række forskellige låntyper. Den mest traditionelle form for fremmedkapital er banklån. Seniorlån er banklån, der ydes af større banker eller finansieringsselskaber, og udgør som regel halvdelen af fremmedkapitalen ved en LBO. Seniorlån har typisk en relativt kort løbetid på 7-8 år, hvilket ligger

¹³ *Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren, Køb og salg af virksomheder, Nyt Juridisk Forlag, 2014, s. 656 f.*

¹⁴ *Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 2007, s. 18 f.*

beslag på såvel køber som målselskabets likviditet, hvilket kan påvirke mulighederne for at udvikle virksomheden. Senior er foranstillede i prioritetsrækken i forhold til andre finansielle kreditorer, og kræver typisk traditionel sikkerhed i form af pant i kapitalandelene i målvirksomheden.¹⁵

En anden form for finansiering ved en selskabsoverdragelse er såkaldte mezzaninlån. Disse lån anvendes til at opnå dækning for den del af købesummen, som ikke er finansieret med egenkapital eller seniorlån. Mezzaninlån vil normalt være efterstillet seniorgælden, således at det efterstillede lån først tilbagebetales, når seniorgælden er indfriet. Mezzaninlångivere har som efterstillet mindre sikkerhed end seniorlångivere, men står foran kapitalejere i prioritetsrækken, og kompenseres tillige herfor ved at finansieringen er dyrere end traditionel lånefinansiering. Mezzaninlånet forrentes ofte med et resultatafhængigt element, som tillæg til den løbende rente. Dette har til formål at sikre, at mezzaninlångiveren honoreres for den ekstra risiko, som løbes i forhold til seniorlångiverne. Da mezzaninfinansieringen som nævnt er dyrere end den øvrige lånefinansiering, vil låntager typisk have et økonomisk incitament til at få indfriet disse hurtigst muligt. For at sikre at lånet ikke indfries umiddelbart efter transaktionen, indsættes ofte klausul om overkurs ved førtidig indfrielse, således at långiver i så fald stadig vil have en forrentning af investeringen. Endvidere er det ofte hensigtsmæssigt at indgå en ”interkreditoraftale”, der bl.a. regulerer långivernes indbyrdes rangorden og hvilke sikkerheder der må stilles for de respektive lån.¹⁶

Ved en LBO stiftes der typisk et ”Single eller Special Purpose Vehicle”, SPV, der skal agere køberselskab. Der konstrueres en ejerstruktur, hvor der i mellem SPV’et og kapitalfonden er en række mellemliggende selskaber, bl.a. af hensyn til de forskellige typer finansiering der optages i forbindelse med transaktionen. Der oprettes typisk et låntagerselskab, der er placeret lige over SPV’et, som optager seniorgælden. Som sikkerhed for seniorfinansieringen betinger långiver sig ofte at få pant i de erhvervede kapitalandele, som er SPV’ets aktiver. Det er ikke muligt at opnå sikkerhed i målselskabets aktiver, da dette ville omfattes af SL § 206, stk. 1 som sikkerhedsstillelse for akkvisitionsfinansieringen. De øvrige finansieringsmidler optages af de øvrige etablerede selskaber i ejerstrukturen, der i sidste ende er ejet af kapitalfonden. Cash flowet i koncernen genereres i

¹⁵ *Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren, Køb og salg af virksomheder, Nyt Juridisk Forlag, 2014, s.624 f. og Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 2007, s. 22 f.*

¹⁶ *Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren, Køb og salg af virksomheder, Nyt Juridisk Forlag, 2014, s.625 f. og Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 2007, s. 23 f.*

målselskabet, hvilket medfører at långivers sikkerhed er mindre, desto længere væk målselskabet at låntageren er placeret i ejerstrukturen.¹⁷

3.2.2. Debt-push-down

De deltagende långivere betinger ofte den ydede finansiering af, at der efterfølgende foretages en debt-push-down transaktion, hvorved akkvisitionsgælden skubbes ned i selskabet. Rationalet bag denne type transaktion er, at lånene er bedre sikret i det selskab, hvor cash flowet genereres. De eneste aktiver, som de øvrige selskaber i konstruktionen har, er typisk kapitalandelene i det underliggende selskab, hvilket medfører at cash flowet kun kan genereres af målselskabet. I forbindelse med gennemførelsen af debt-push-down, skal de selskabsretlige regler om udlodning af udbytte iagttages, jf. SL § 180-183. Dette vil blive behandlet nærmere i afsnit 6.1 om udbytte. Målselskabets nye kapitalejere skal indkalde til ordinær eller ekstraordinær generalforsamling, hvor der typisk vælges en ny bestyrelse. På generalforsamlingen vil den overtagende kapitalfond tillige forsøge at gennemføre en tvangsindløsning af evt. resterende minoritetsaktionærer i medfør af SL § 70. Den nyvalgte bestyrelse i målselskabet bemyndiges til at udbetale ordinært eller ekstraordinært udbytte til SPV'et, som skal benyttes til indfrielse af akkvisitionsgælden. Midlerne til udbyttebetalingen hidrører fra den finansierende bank, der på overtagelsesdagen yder et lån til målselskabet, der svarer til størrelsen på dets frie reserver, mod sikkerhed i målselskabets aktiver. I tilfælde af at målselskabet har datterselskaber, kan banken tillige opnå sikkerhed i dettes aktiver. Det følger af SL § 211 at et datterselskab kan stille sikkerhed for sit moderselskabs forpligtelser, og da målselskabets lån i banken er optaget med henblik på udbytteudlodning, er det således ikke akkvisitionsfinansieringen, som der stilles sikkerhed for. Således opnår banken ved disse dispositioner sikkerhed i målselskabets aktiver, frem for et tomt køberselskab. Det er som nævnt en forudsætning at de selskabsretlige regler for udbytteudlodningen overholdes.¹⁸

¹⁷ *Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren, Køb og salg af virksomheder, Nyt Juridisk Forlag, 2014, s. 50 f.*

¹⁸ *Mads Illum og Bjørn Krog Andersen, Akkvisitionsfinansiering – herunder debt-push-down i et selskabsretligt perspektiv, Erhvervsjuridisk Tidsskrift 2007.4, s. 4 f. og Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 2007, s. 26 ff.*

4. Selvfinansieringsforbuddet i selskabsloven

Forbuddet mod selvfinansiering findes i SL § 206, stk. 1, og har følgende ordlyd: ”*Et kapitalsekskab må ikke direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab, jf. dog stk. 2 og §§ 213 og 214.*” Det fremgår af bestemmelsen, at forbuddet både omfatter långivning, sikkerhedsstillelse og i øvrigt at der stilles midler til rådighed. Der kan dog ydes lovlig selvfinansiering i medfør af SL § 206, stk. 2, såfremt at betingelserne i bestemmelsens stk. 3 og §§ 207 – 209 overholdes. Disse bestemmelser vil blive behandlet nedenfor, sammenholdt med selvfinansieringsforbuddets oprindelse og formål, hvilken personkreds der er omfattet, samt de omfattede dispositioner.

SL §§ 213 og 214, der omhandler hhv. realkredit- og pengeinstitutter og medarbejderes erhvervelse af kapitalandele, vil ikke blive behandlet nærmere i afhandlingen.

4.1 Bestemmelsens oprindelse og formål

Bestemmelsen om selvfinansieringsforbuddet er en implementering af artikel 23, stk. 1 i, det 2. selskabsdirektiv^{19, 20} Direktivet er et minimumsdirektiv, hvor det kun var påkrævet at aktieselskaber skulle omfattes af forbuddet. Danmark valgte imidlertid at overimplementere forbuddet til også at omfatte anpartsselskaber.²¹ Der har i Danmark allerede forud for vedtagelsen af det 2. selskabsdirektiv, været et forbud mod at yde økonomisk bistand til erhvervelse af kapitalandele i selskabet. Dette forbud har været behandlet ad to omgange²² inden at det blev indført i den dagældende aktieselskabslovs § 115, stk. 2. Formålet med reglen er således at beskytte selskabets kapital og dermed også kreditorer og minoritetsinteresser. Det er tilsvarende disse kapitalbeskyttelseshensyn, der ligger til grund for det 2. selskabsdirektiv.²³ Det fremgår af bemærkningerne til SL § 206 i det fremsatte lovforslag til selskabsloven, at formålet med bestemmelser er at en virksomhed ikke skal kunne deltage i

¹⁹ 77/91/EØF af 13. september 1976 – ”Kapitaldirektivet”

²⁰ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s.153

²¹ Henrik Kure, Lovlig selvfinansiering, UfR.2011.293, s. 294

²² Betænkning nr. 362/1964, s. 132 og betænkning nr. 540/1969, s. 159

²³ Se bl.a. Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s. 155 – 156, Søren Skjærbek, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 2009, s.42, og Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsloven, s. 1021

finansieringen af sin egen overtagelse til ugunst for kreditorer og andre interessenter. Endvidere fastslås det, at vurderingen af hvorvidt der i en konkret sag foreligger selvfinansiering, skal anlægges en formålsfortolkning. Der ændres således ikke på hvorledes bestemmelserne hidtidigt og fremover skal fortolkes, hvilket vil sige at der konkret lægges vægt på, om en disposition rent faktisk har karakter af selvfinansiering.²⁴

Der er en vis usikkerhed knyttet til rækkevidden af selvfinansieringsforbuddet, hvilket til dels skyldes den danske oversættelse af direktivets artikel 23, stk. 1, som har følgende ordlyd: *"Et selskab må hverken stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed med henblik på tredjemands erhvervelse af dets aktier."* I den engelske version er begrebet "stille midler til rådighed" oversat som "advance funds", mens det i den tyske og svenske version er hhv. "Vorschüsse geben" og "yde förskott", hvilket indikerer at den danske version burde have været oversat som "yde forskud".²⁵ Det må antages at være korrekt, når Lars Bunch og Ida Rosenberg anfører at det danske begreb "stille midler til rådighed" formentlig er bredere end begrebet "yde forskud". Det må endvidere være korrekt, når det bemærkes at lovbestemmelsen ikke vil kunne fortolkes ud fra "yde forskud", da udgangspunktet til dels skal findes i den officielle oversættelse af direktivet, til dels pga. at der som følge af direktivets status som minimumsdirektiv, ikke er noget til hinder for at medlemslandene vælger en mere vidtgående regulering end påkrævet i direktivet.²⁶

Som nævnt ovenfor er SL § 206, stk. 2 en undtagelse til forbuddet mod selvfinansiering. Dette er en implementering af et ændringsdirektiv²⁷ af det 2. selskabsdirektiv, der lemper forbuddet og giver mulighed for, under iagttagelse af nærmere angivne betingelser, at yde økonomisk bistand til erhvervelse af kapitalandele i selskabet.²⁸ Ændringsdirektivet er bl.a. blevet vedtaget på baggrund af anbefalinger fra SLIM-gruppen²⁹ i 1999, samt rapporten fra High Level Group of Company Law

²⁴ Bemærkninger til lovforslag L170, FT 2008-09, s.284 f.

²⁵ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s.153 f. og Henrik Kure og Lars Hedegaard Kristensen, Karnovs noter til selskabslovens § 206, note.982

²⁶ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2014, s.743.

²⁷ Direktiv 2006/68/EF af 6. september 2006.

²⁸ Henrik Kure, Lovlig selvfinansiering, UfR.2011.293, s.294-295.

²⁹ Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on the simplification of the first and second company law directives, september 1999, s.5.

Experts³⁰ i 2002. SLIM-gruppen anbefalede at man begrænsede selvfinansieringsforbuddet til et praktisk minimum, således at selvfinansiering kunne ydes i det omfang at selskabet havde frie reserver. Rapporten fra High Level Group of Company Law Experts støttede op om denne anbefaling, dog med det forbehold at selvfinansiering skulle godkendes af kapitalejerne.³¹ En del af kritikken af selvfinansieringsforbuddet er gået på at det var ufleksibelt, bl.a. i forhold til virksomhedsoverdragelse og ændringer i ejerstrukturer, samt kunne blokere for gennemførelse af i øvrigt legitime, økonomisk fordelagtige transaktioner. Dette er selvfølgelig under forudsætning af at der er tale om økonomisk forsvarlige dispositioner, der har opbakning fra selskabets ejerkreds.³²

4.2 Bestemmelsens indhold

Der er i den juridiske litteratur enighed om, at begrebet ”erhvervelse” både omfatter tegning af kapitalandele og erhvervelse af allerede udstedte kapitalandele.³³ Det anføres af Lars Bunch og Ida Rosenberg, at det har været den tidligere Erhvervs- og selskabsstyrelses såvel som den nuværende Erhvervsstyrelses opfattelse at også tegning af kapitalandele er omfattet af forbuddet. Dette begrundes med, at de samme hensyn er gældende ved køb af eksisterende kapitalandele såvel som ved lån med henblik på deltagelse i en kapitalforhøjelse. Denne opfattelse er desuden lagt til grund i en utrykt dom fra Østre Landsret af 28. juni 2002.³⁴

Begreberne lån og sikkerhedsstillelse er kernen i selvfinansieringsforbuddet. Det fremgår af bestemmelsen, at både direkte og indirekte lån er omfattet af forbuddet. ”Lån” kan som begreb defineres som værende udlån af penge og pengeeffekter.³⁵ Ved sikkerhedsstillelse er begrebet ikke nærmere defineret i selskabsloven. Det anføres dog af Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, at der ikke bør være tvivl om at traditionelle eksempler på sikkerhedsstillelse som f.eks. kaution og pant er

³⁰ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Kommissionen, november 2002, s. 85.

³¹ Henrik Kure, Lovlig selvfinansiering, UfR.2011.293, note 13 og 14.

³² Betænkning nr. 1498/2008 om moderniseringen af selskabsretten, s.1022 ff. og Henrik Kure, Lovlig selvfinansiering, UfR.2011.293, s. 294.

³³ Se bl.a. Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s. 157, Søren Skjærbæk, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 2009, s. 56, Henrik Steffensen, mfl., Transaktioner i selskaber - selskabsret, regnskab og skat, 2014, s. 428 f. og Henrik Kure, Lovlig selvfinansiering, UfR.2011.293, s. 293.

³⁴ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2014, s.750 f.

³⁵ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s.36, Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2014, s. 804

omfattet af forbuddet. Det antages at det ikke har nogen betydning i hvilken form sikkerhedsstillelsen foreligger, f.eks. som simpel kaution eller selvskyldnerkaution og underpant eller håndpant.³⁶

Såfremt at der er tale om at selskabet har ydet ulovlig selvfinansiering, f.eks. som konsekvens af at betingelserne i SL §§ 206-209 ikke er opfyldt, skal den ydede økonomiske bistand straks tilbageføres til selskabet i medfør af SL § 215. Beløbet skal tilbagebetales med tillæg af den rente, der er fastsat i rentelovens § 5, stk. 1 og 2 + 2 %, med mindre at en højere rente er aftalt, jf. SL § 215, stk. 1. Såfremt at tilbagebetaling ikke kan finde sted eller andre aftaler om økonomisk bistand ikke kan bringes til ophør, indestår de ledelsesmedlemmer, der har truffet aftale om eller opretholdt de ulovlige dispositioner, for selskabets tab, jf. SL § 215, stk. 2. De pågældende ledelsesmedlemmer hæfter personligt for det tab, som selskabet måtte pådrage sig som følge af de foretagne dispositioner. Det er værd at iagttage, at ledelsen udover at kunne ifalde erstatningsansvar som følge af den retsstridige disposition, også kan ifalde ansvar hvis ikke man aktivt arbejder på at inddrive pengene.³⁷

Bestemmelserne i SL § 215 vil blive behandlet i afsnit 4.10.

4.3 Den omfattede personkreds

Det er i SL § 206, stk. 1 angivet, at det er ulovlig selvfinansiering at stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemand, i forbindelse med erhvervelse af kapitalandele i selskabet og dets moderselskab. Det er ikke eksplicit opregnet, hvem der omfattes af forbuddet, som det f.eks. er tilfældet i SL § 210. Bestemmelsen kan dog opdeles i to forbud, hvor det første omfatter hvem, der har forbud mod at yde selvfinansieringen, mens det andet omfatter modtagerkredsen. Der bør efter bestemmelsens ordlyd ikke være tvivl om, at hensigten er at begrænse målselskabets mulighed for at yde finansiel støtte ved andres erhvervelse af kapitalandele, og derved selv er omfattet af forbuddet. Ordlyden af SL § 206, stk. 1 omtaler ikke direkte ”datterselskaber”, men der bør næppe være tvivl om at selvfinansieringsforbuddets udstrækning også omfatter øvrige selskaber, hvor koncernforbindelsen er intakt.³⁸

Ved vurderingen af, hvilken modtagerkreds, der er omfattet af forbuddet, må det antages at ”tredjemand” i denne bestemmelse som udgangspunkt er enhver, som ønsker at erhverve kapitalandele

³⁶Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s. 45.

³⁷Henrik Steffensen, mfl., Transaktioner i selskaber - selskabsret, regnskab og skat, 2014, s.415

³⁸Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s. 160.

i selskabet. Der sondres dermed som udgangspunkt ikke i mellem, hvorvidt der er tale om en fysisk eller juridisk person. Desuden er der således ikke forskel på, om den pågældende erhverver allerede besidder kapitalandele i målselskabet, eller er en potentiel fremtidig kapitalejer. Desuden bør det fremhæves, at selvfinansieringsforbuddet ikke udelukkende omfatter dispositioner mod erhververen, men tillige kan finde anvendelse over for f.eks. erhververens långiver.³⁹

Der kan være tvivl om selvfinansieringsforbuddet udstrækning, ved forskellige former for ejerforhold. Ved en ordlydsfortolkning af bestemmelsen er målselskabet og dets moderselskab klart omfattet af forbuddet. Hvis der derimod tages udgangspunkt i et eksempel, hvor målselskabet (S) er minoritetsaktionær i et selskab (A), vil der som udgangspunkt ikke være noget til hinder for, at A vil kunne stille midler til rådighed for en erhverver, (E) af kapitalandele i S. For at selvfinansieringsforbuddet ikke finder anvendelse, er det en forudsætning, at T's aktiepost i A, ikke opfylder kravene i selskabsloven for at gøre A til moderselskab for E. Ud fra ovenstående eksempel bør det antages at være korrekt, når Søren Skjerbek anfører, at det udelukkende er målselskabet og dets moderselskabs, der er omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Således vil minoritetskapitalejere ikke være afskåret fra at yde nogen former for økonomisk bistand i forbindelse med erhvervelse af kapitalandele i målselskabet.⁴⁰

Det kan endvidere overvejes, om et moderselskabs ydelse af økonomisk bistand i forbindelse med tredjemands erhvervelse af kapitalandele i dets datterselskab, er omfattet af forbuddet. Ud fra en ordlydsfortolkning vil udgangspunktet være, at en sådan disposition ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Hertil bør dog overvejes, hvorvidt der er mulighed for omgåelse. Hvis der som eksempel tages udgangspunkt i et selskab (S), der består af to forretningsdele. En potentiel erhverver (E), er interesseret i den ene del, hvorefter S udskiller denne del af forretningen i et datterselskab (D). Såfremt at konklusionen ovenfor er korrekt, og det ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet, at et moderselskab yder finansiel støtte til erhvervelse af kapitalandele i dets datterselskab, vil S nu lovligt kunne yde økonomisk bistand til E. Hvis det forudsættes, at den væsentligste del af de forretningsmæssige aktiviteter inden udskillelsen er den, der nu udgør D, vil det

³⁹ Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 2009, s 60 f. og Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.160 f.

⁴⁰ Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 2009, s 61 f.

ud fra en formålsfortolkning kunne argumenteres for et forsøg på omgåelse af selvfinansieringsforbuddet. Imidlertid kan der argumenteres for, at såfremt udskillelsen af aktiviteterne i datterselskabet sker i overensstemmelse med de selskabsretlige regler herfor, må det ud fra en *lex specialis* betragtning have forrang for selvfinansieringsreglerne. Dette vil umiddelbart være en indikation på, at den pågældende disposition er lovlig, og derved ikke omfattet af selvfinansieringsforbuddet.⁴¹

Ovennævnte disposition kan yderligere underbygges af Erik Werlauff, der antager at visse lovbestemmelser har forrang som *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet. Til brug for den indbyrdes rangorden opdeles bestemmelserne i to kategorier, hvor den første omfatter de direktivstyrede og såkaldt ”beskyttede” regler, som er udførlige i deres beskyttelse af selskabskapitalen. De retsregler, som kan henføres hertil, anses som værende *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet, der således ikke finder anvendelse såfremt at de selskabsretlige regler for dispositionen er opfyldt. Denne betragtning er endvidere gældende i forhold til udbytte og kapitalnedsættelse, som foretages i forbindelse med efterfinansiering. Dette vil blive behandlet senere i afhandlingen.⁴²

Det fremgår endvidere eksplicit af SL §§ 213 og 214, at bestemmelserne i SL §§ 206 og 210 ikke finder anvendelse i tilfælde vedrørende penge- og realkreditinstitutter samt medarbejdere. Disse er således selvsagt ikke omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Desuden giver SL § 211 hjemmel til, at et kapitalselskab kan stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for danske og visse udenlandske moderselskabers forpligtelser.

4.4 Forbuddet mod at yde lån

Kernen i selvfinansieringsforbuddet er den situation, hvor målselskabet yder lån eller stiller sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i målselskabet. Som nævnt ovenfor, er tredjemand i denne situation enhver, der ønsker at erhverve kapitalandele i selskabet. Undtagelsen hertil er målselskabet selv, når det køber egne kapitalandele i overensstemmelse med reglerne i selskabslovens kapitel 12. For at et lån kan blive omfattet af selvfinansieringsforbuddet, er det et krav at det er ydet i forbindelse med erhvervelse eller en påtænkt erhvervelse af kapitalandele i målselskabet. Juridisk kan et lån defineres

⁴¹ Søren Skjerve, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 2009, s 62 f.

⁴² Erik Werlauff, *Selvfinansieringsforbud contra lex specialis*, U.2006B.365, s.369.

som udlån af penge, pengeeffekter eller realydelser til låntager med henblik på brug eller eje. Det er ved indgåelsen af lånet forudsat, at låntager har en retlig pligt til at tilbagelevere det udlånte, enten på långivers anfordring eller ved en nærmere fastsat frist. Endvidere vil låntager ofte skulle svare rente af lånets hovedstol, for at imødegå långivers risiko ved dispositionen og manglende mulighed for at forrente det udlånte på anden vis. En fordel ved ydelsen af et lån er, at der således ikke tale om en definitiv afgang af kapitalen fra målselskabet, da det som nævnt er forudsat at det udlånte skal leveres tilbage. Det er imidlertid altid en vis risiko for, at låntager ikke er i stand til at leve op til sin forpligtelse og levere det udlånte tilbage, hvilket er en af de væsentlige begrundelser for denne del af selvfinansieringsforbuddet.⁴³

Ved vurderingen af, om en disposition er omfattet af selvfinansieringsreglerne, skal formålet og hensigten ved lånet vurderes. Ydes et lån i umiddelbar forbindelse med erhvervelsen af kapitalandele, vil dette som udgangspunkt betragtes som selvfinansiering. Imidlertid kan der være en vis usikkerhed forbundet med situationer, hvor et lån først ydes et stykke tid efter erhvervelsen. I dette tilfælde kan det være nødvendigt med en afgrænsning af, om dispositionen skal omfattes af reglerne i SL § 206, stk. 1 om selvfinansiering eller af SL § 210 om kapitalejerlån. Det bør hertil bemærkes, at selvfinansieringsforbuddet er lex specialis i forhold til reglerne om aktionærlån. Denne påstand finder bl.a. støtte i det faktum at SL § 206 er direktivbestemt, mens dette ikke er tilfældet for SL § 210. Det må således antages, at det ikke kan medføre en indskrænkende fortolkning af selvfinansieringsforbuddet, at en disposition er lovlig efter reglerne om aktionærlån.⁴⁴

Hvis der tages udgangspunkt i et eksempel som nævnt ovenfor, hvor lånet først ydes et stykke tid efter transaktionen, vil erhververen være blevet kapitalejer, hvorved at dispositionen umiddelbart vil skulle bedømmes efter SL §§ 210 eller 211. Lars Bunch og Ida Rosenberg bemærker til en udtalelse af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen af 20. oktober 2002, at det er væsentligt at være opmærksom på, at SL § 211 kun omfatter almindelige lån og ikke lån til selvfinansiering. Det er således kun ved at iagttage reglerne om lovlig selvfinansiering, at lån til erhvervelse af kapital andele er tilladt. Dette medfører også, at hvis det konkret i forbindelse med erhvervelsen af et selskab har været forudsat, at

⁴³ Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 2009, s 64.

⁴⁴ Se bl.a. *Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen*, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.160 f., *Søren Skjerbek*, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 2009, s 64 ff. og *Erik Werlauff*, *Selvfinansieringsforbud contra lex specialis*, U.2006B.365, s.369.

målselskabet efterfølgende skulle yde lån til det nye moderselskab, der helt eller delvist anvendes til afdrag på akkvisitionsgælden, vil dette statuere ulovlig selvfinansiering. Samme forfattere omtaler en sag, der var forelagt Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i august 2008. Sagen omhandlede et anpartsselskab og dets nye moderselskab, der påtænkte at foretage et udlån. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen udtalte i forbindelse hermed, at den har forudsat at det kan dokumenteres, at lånet ikke anvendes til betaling af afdrag og renter på akkvisitionsgælden, samt at man har forudsat, at lånet ikke er en forudsætning for moderselskabets videre drift. Hertil fremhæves at det er såvel den tidligere Erhvervs- og Selskabsstyrelses som den nuværende Erhvervsstyrels opfattelse, at uanset hvor lang tid der går mellem overtagelsen af målselskabet og udlånet, vil det afgørende være hvorvidt udlånet anvendes til betaling af afdrag eller renter på akkvisitionsgælden.⁴⁵

Ud fra ovennævnte kan opstilles følgende forudsætninger, der skal være opfyldt for at Erhvervsstyrelsen ikke opfatter et efterfølgende lån som omfattet af selvfinansieringsforbuddet: (1) midlerne må på ikke direkte eller indirekte anvendes til at betale afdrag eller rente af akkvisitionsgælden, (2) udlånet må ikke have indgået i finansierungsplanerne for erhvervelsen af kapitalandelen og (3) det er på tidspunktet for udlånet en forudsætning, at erhververen har evne og vilje til at tilbagebetale lånet. Erhvervsstyrelsens praksis er tillige omtalt af Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, der betvivler hvorvidt at Erhvervsstyrelsen har hjemmel til at opstille sådanne egentlige betingelser. Det anføres dog også at de nævnte ”betingelser” bør indgå som momenter i den konkrete vurdering af, hvorvidt der foreligger ulovlig selvfinansiering. Det fremhæves endvidere at det afgørende i vurderingen bør være, hvad lånet de facto er blevet anvendt til. Således er opfattelsen også her, at såfremt at et lån benyttes til betaling af afdrag eller renter på akkvisitionsfinansieringen, må dette betegnes som ulovlig selvfinansiering i strid med SL § 206, stk. 1.⁴⁶

Hertil bør bemærkes, at Erhvervsstyrelsens administrative praksis ikke er vejledende for domstolene, hvorfor disse naturligvis ikke er forpligtet til at vurdere i overensstemmelse med denne.

4.5 Forbud mod at stille sikkerhed

Som nævnt ovenfor er den centrale problemstilling i SL § 206, stk. 1 forbuddet mod at målselskabet direkte eller indirekte yder lån eller stiller sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i

⁴⁵ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2014, s. 761 f.

⁴⁶ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s.162 f.

selskabet. Sikkerhedsstillelse kan f.eks. være i form af at målselskabet stiller pant, garanti eller påtager sig en kautionsforpligtelse, med henblik på at sætte erhververen i stand til at finansiere eller opnå mere fordelagtige finansieringsvilkår. Det væsentlige i vurderingen er, hvorvidt målselskabet påtager sig en hæftelse. Endvidere kan det antages at afgivelse af tilbagetrædelseserklæringer eller støtteerklæringer, der er retligt bindende for afgiveren, kan anses for sikkerhedsstillelse efter SL § 206, stk. 1. Det bemærkes hertil, at der ikke er noget til hinder for at erhververen selv over for den finansierende bank, stiller de erhvervede aktier eller andre af dennes aktiver som sikkerhed for det til erhvervelsen optagne lån. Forbuddet mod sikkerhedsstillelse omfatter således kun målselskabet.⁴⁷ Det fremgår utvetydigt af bemærkningerne i lovforslaget til SL § 206, at dispositionerne i høj grad skal vurderes ud fra en formålsfortolkning, og derved om målselskabet reelt kommer til at stille sikkerhed for erhververens akkvisitionsfinansiering.⁴⁸ Dette er tilsvarende vurderingen ved lån og målselskabets efterfølgende deltagelse i koncernens cash-pool ordning, hvor de konkrete omstændigheder må lægges til grund for, om dispositionen omfattes af selvfinansieringsforbuddet i SL § 206, stk. 1.

Særligt pantsætning og selvfinansiering er ofte relevant at iagttage i forbindelse med virksomhedsoverdragelser. I transaktioner der er helt eller delvist finansieret ved fremmedkapital, som f.eks. LBO'er, vil det pengeinstitut, der både finansierer akkvisitionssummen og ofte også målselskabets efterfølgende driftsfinansiering, ønske at opnå mest mulig sikkerhed for disse engagementer. Det er således essentielt at være opmærksom på, hvem der stiller sikkerhed, hvilke aktiver der stilles sikkerhed med, og hvad sikkerheden stilles for.

Til illustration kan følgende eksempel benyttes: En fysisk person (A) er eneaktionær i Holding (H), der erhverver kapitalandelene i målselskabet (M). Transaktionen er finansieret af et pengeinstitut (P), der efterfølgende også overtager finansieringen af M's drift. A kan give P pant i sine aktiver, herunder kapitalandele i H, samt øvrige private aktiver som fast ejendom, bil, o.l., til sikkerhed for både akkvisitions- og driftsfinansiering. Der er som nævnt ovenfor ikke noget til hinder for, at H stiller sikkerhed for akkvisitionsfinansieringen overfor P, ved at give pant i de erhvervede aktier eller andre aktiver. Denne sikkerhed kan tillige omfatte driftsfinansieringen. Endelig må M gerne give

⁴⁷ *Søren Skjerbek*, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 2009, s. 69 og *Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen*, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.166 f.

⁴⁸ Bemærkninger til lovforslag L170, FT 2008-09, s.284 f.

virksomhedspant til sikkerhed for driftsfinansieringen. Virksomhedspantet må kun stilles som sikkerhed for driftsfinansieringen, da der utvivlsomt ville være tale om selvfinansiering i strid med SL § 206, stk. 1, såfremt at sikkerheden tillige omfattede akkvisitionsfinansieringen.⁴⁹

Det ses ikke sjældent at pengeinstitutter, der agerer som primær bankforbindelse for koncernforbundne selskaber, stiller krav om, at der i koncernens låneaftaler indføres en cross default klausul. En sådan klausul medfører, at såfremt et af koncernens lån misligholdes, anses samtlige låneaftaler som misligholdte, hvilket har den konsekvens at pengeinstituttet kan gøre brug af dets misligholdelsesbeføjelser. Denne konstruktion kan således være problematisk i forhold til selvfinansieringsforbuddet. I tilfælde af, at der iblandt koncernens låneaftaler er akkvisitionslån, kan målselskabet således komme til at stille sikkerhed herfor, hvis det har accepteret en cross default klausul.⁵⁰

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har i deres udtalelse af 11. juni 1999, forholdt sig til en disposition med et målselskabs accept af en krydsmisligholdelsesklausul. Der var i situationen tale om en traditionel virksomhedsoverdragelse, hvor køber (H) ville erhverve et driftsselskab (D). Den finansierende bank anførte i lånetilbuddet, at det var en betingelse for aftalen, at H og D accepterede en cross default klausul. Denne klausul medførte at banken (B), i tilfælde af misligholdelse fra den ene part, var berettiget til at opsige begge engagementer. Det ville endvidere kunne betyde at D, i tilfælde af at H ikke var i stand til at opfylde sine forpligtelser overfor B, for ikke at få opsagt sit eget engagement ville blive presset til at indfri H's forpligtelser. Desuden skulle begge selskaber afgive en negative pledge, således at udgangspunktet var man ikke kunne pantsætte eller sælge aktiver, uden at B havde givet tilladelse hertil. D ville få stillet en kreditfacilitet stillet til rådighed af B, og det var denne kredit, der ville blive omfattet af cross default klausulen.

Styrelsen lagde i sin udtalelse vægt på, at følgende kriterier skulle være opfyldt, for at der i den konkrete situation ikke ville være tale om en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet: (1) D må ikke direkte eller indirekte hæfte for H's forpligtelser over for banken, (2) den afgivne negative pledge må

⁴⁹ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.166 f.

⁵⁰ Se bl.a. Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2014, s. 780 f., Henrik Steffensen, mfl., *Transaktioner i selskaber - selskabsret, regnskab og skat*, 2014, s.448 f. og Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.168 f.

ikke medføre, at D bliver begrænset i sin handlefrihed i en sådan grad, at det kan medføre tab for selskabet eller dets kreditorer, (3) indgåelsen af cross-default clause i forholdet mellem D og H på den ene side og B på den anden side må ikke bevirke, at D bliver påført yderligere kreditrisiko, ud over hvad der er rimeligt ved den nye kreditfacilitet og (4) ved betalingsproblemer i H må B ikke kunne anvende D's indgåelse af negative pledge eller cross default clause til at presse D til at direkte eller indirekte at påtage sig at indfri H's forpligtelser.⁵¹ De øvrige punkter der nævnes i udtalelsen fremgår alle udtrykkeligt af selvfinansieringsforbuddet, navnlig forbud mod lån og sikkerhedsstillelse, at D ikke må garantere fremtidige udbyttebetalinger, samt bestyrelsens ansvar om at sikre forsvarligt kapitalberedskab. Lars Bunch og Ida Rosenberg anfører i forbindelse med udtalelsen, at kreditfaciliteten gives som en slags compensation for de ovenstående betingelser. Da det er kreditfaciliteten, der er omfattet af cross default klausulen, er de af den opfattelse at D ikke stilles dårligere end før indgåelsen af cross default klausulen, da denne kun omfatter det nye lån.⁵² Modsætningsvis antager Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, at styrelsens udtalelse næppe er korrekt. De fremhæver særligt punkt 3 og 4 som værende problematiske, da selvfinansieringsforbuddet er absolut, derved forstået at der ingen bagatelgrænse er. De er dermed af den opfattelse, at risikoen ved den pågældende disposition er irrelevant, ligesom at betingelserne i punkt 4 er illusoriske og ude af D's kontrol, da et pengeinstitut naturligvis vil udnytte de indgåede klausuler i videst muligt omfang for at afværge egne tab. Alt andet lige påtager målselskabet sig en forpligtelse ved accept af en krydsmisligholdelsesklausul, der er knyttet til akkvisitionslånet, og statuerer derved ulovlig selvfinansiering.⁵³

4.6 Forbuddet mod at stille midler til rådighed

Udover lån og sikkerhedsstillelse fremgår det udtrykkeligt af SL § 206, stk. 1, at selvfinansieringsforbuddet tillige omfatter at et selskab stiller midler til rådighed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele. Der er som tidligere nævnt en diskrepans i mellem den officielle danske oversættelse af det 2. selskabsdirektivs artikel 23, stk. 1, og hvad der følger af flere øvrige medlemslandes oversættelse, der bedst kan oversættes som et forbud mod at "yde forskud". Dette har medført en hvis usikkerhed om, hvad der er omfattet af begrebet "stille midler til rådighed" i forhold til

⁵¹ Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2014, s. 780 f.

⁵² Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2014, s. 780.

⁵³ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.168 ff.

selvfinansieringsforbuddet. Vestre landsret har således i U. 1999.1429 V antaget, at begrebet skal fortolkes som et forbud mod at ”yde forskud” i overensstemmelse med de andre sproglige affattelser, mens Erhvervsstyrelsen modsætningsvis antager at det danske begreb ”stille midler til rådighed” er bredere, og omfatter andre former for begunstigelse end sædvanlig lån og sikkerhedsstillelse.⁵⁴

Dispositioner der kan tænkes at være omfattet af forbuddet mod at stille midler til rådighed, kan f.eks. være målselskabets afholdelse af købers transaktionsomkostninger. Det vil typisk være i form af udgifter til rådgivere som advokater og revisorer, til at forestå juridisk og finansiell due diligence, i forbindelse med erhvervelse af kapitalandele. Det må modsætningsvis antages, at den rådgivning og de dispositioner der foretages for målselskabet i forbindelse med transaktionen, naturligvis ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Det antages af Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, at de salgsmønstersomkostninger som målselskabet afholder, herunder ”vendor due diligence”, udfærdigelse af salgsmaterialer, mv., som udgangspunkt er dispositioner der foretages i målselskabets interesse, og derved ikke er i strid med SL § 206, stk. 1. Det bemærkes dog hertil, at sådanne dispositioner efter omstændighederne kan være i strid med generalklausulerne i SL §§ 108 og 127, f.eks. såfremt at afholdelsen af disse omkostninger kun begunstiger en sælgende majoritetskapitalejer, men ikke minoritetskapitalejere der ikke afhænder deres kapitalandele.⁵⁵ Det anføres af Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen at domstolenes domspraksis og Erhvervsstyrelsens administrative praksis viser, at der altid er tale om meget konkrete vurderinger af, hvorvidt en given disposition er omfattet af forbuddet. Vurderingen af, hvorvidt en konkret disposition har elementer af selvfinansiering, fortolkes således i høj grad ud formålet. Det bemærkes hertil, at dette giver den danske regulering af bestemmelsen en vis fleksibilitet, i forhold til hvis der var tale om en mere regelbaseret fortolkning. Formålsfortolkningen vil således bedre kunne imødegå forskellige forsøg på omgåelse, end hvis der var tale om en udtømmende, regelbaseret regulering.⁵⁶

Målselskabet kan endvidere direkte eller indirekte stille midler til rådighed, ved indgåelse af f.eks. samhandels- eller konsulent aftaler. Der refereres flere steder i den juridiske litteratur til U.1997.444 H, som et klassisk eksempel, hvor målselskabet stiller midler til rådighed. I forbindelse med en

⁵⁴ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2014, s. 743 og 752, Henrik Kure og Lars Hedegaard Kristensen, Karnovs noter til selskabslovens § 206, note.982.

⁵⁵ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s.174 f.

⁵⁶ Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, Selskabslovgivningens forbud mod selvfinansiering, RR.2008.12.0034, s. 3.

aktieoverdragelse blev der indgået en konsulentaftale med sælger, der var direktør i selskabet, der herefter var uopsigelig i 5 år. Direktøren skulle fungere som marketings- og ledelseskonsulent, og ville blive honoreret med et vederlag på 4 % af målselskabets bruttoomsætning, dog maksimalt 1 mio. kr. om året, uafhængig af omfanget eller karakteren af konsulentbistanden. Det blev lagt til grund af såvel landsretten som Højesteret, at der efter bevisførelsen ikke fandtes at være realitet i aftalen, da der kun var ydet konsulentarbejde i meget begrænset omfang, at køber havde meget begrænsede midler til rådighed til erhvervelsen, der var 100 % lånefinansieret, og at konsulentvederlaget således reelt var udtryk for ekstra betaling af aktierne.⁵⁷ Hertil bør det dog fremhæves, at der som udgangspunkt ikke er noget til hinder for, at der i mellem målselskabet og sælger indgås forskellige aftaler i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse, f.eks. om konsulenttydelser. Det væsentligste for at aftalen ikke anses som værende i strid med SL § 206, stk. 1, er således at der er realitet heri, eksempelvis i tilfælde af at erhververen ønsker at drage nytte af den tidligere ledelses ekspertise og knowhow. Endvidere skal konsulentvederlaget være markedsmæssigt, hvilket f.eks. ikke var tilfælde i U.1997.444 H, hvor vederlaget udgjorde en procentdel af bruttoomsætningen op til et maksimum, uafhængig af den præsterede ydelse.⁵⁸

4.7 Covenants

Covenants kan som hovedregel opdeles i to kategorier: affirmative- og restrictive covenants. Ved affirmative covenants påtager målselskabet sig en forpligtelse, til at udføre en bestemt handling. I det omfang denne handling direkte eller indirekte medfører, at målselskabet yder økonomisk bistand i forbindelse med sin egen erhvervelse, hvad enten dette er i form af at der stilles sikkerhed, ydes lån eller stilles midler til rådighed, vil dette udgøre en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet i SL § 206, stk. 1. Restrictive covenants medfører modsat, at målselskabet afstår fra at handle. For at statuere en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet kræves normalt en aktiv handling, hvorfor det må antages at restrictive covenants som udgangspunkt ikke er omfattet heraf.

Der kan imidlertid være grænsedragningsproblemer, i situationer hvor målselskabets undladelse af at foretage en given handling potentielt kan lette erhververens finansiering. Ved en såkaldt "negative

⁵⁷ Se bl.a. Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2014, s. 752 f., Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.176, Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, *Selskabslovgivningens forbud mod selvfinansiering*, RR.2008.12.0034, s. 3

⁵⁸ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.177.

pledge” i forbindelse med en erhvervelse af kapitalandele i målselskabet, vil målselskabet typisk forpligte sig over for det pengeinstitut, der yder akkvisitionsfinansieringen for erhververen, til ikke at påtage sig yderligere forpligtelser i form af lånoptagelse eller sikkerhedsstillelse.⁵⁹ Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har forholdt sig til et målselskabs negative pledge i forhold til selvfinansieringsforbuddet, i styrelsens udtale af 11. juni 1999, som er omtalt ovenfor i forbindelse med behandling af krydsmisligholdelsesklausuler. Det følger af udtalelsen, at den afgivne negative pledge for ikke at være i strid med den daværende ASL § 115, stk. 2, ikke må begrænse selskabet handlefrihed i en sådan grad, at det medfører fare for tab for selskabet og dets kreditorer.⁶⁰ Det antages af Søren Skjerbek, at sikkerhedsstillelse, som det forstås efter selvfinansieringsforbuddet, normalt ikke omfatter negative pledges, hvorfor at der ikke er noget til hinder for at målselskabet afgiver sådanne i forbindelse med en erhvervelse.⁶¹ Denne antagelse anfægtes delvis af Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, der fremhæver en anden del af udtalelsen. Styrelsen udtaler, at *”Ved betalingsproblemer i H [moderselskabet] må banken ikke kunne anvende D’s [selskabets] indgåelse af Negative Pledge eller crossdefault clause til at presse D til direkte eller indirekte at påtage sig at indfri holdingselskabets forpligtelser.”* Det bemærkes til denne udtalelse, at det må betegnes som illusorisk og ude af målselskabets kontrol, da pengeinstituttet selvsagt vil udnytte de indgåede klausuler i videst muligt omfang, for at afværge tab, i tilfælde af at et eller flere af koncernens selskaber bliver nødlidende.⁶²

4.8 Koncern - SL § 211

Det er i SL § 211 angivet, under hvilke betingelser et datterselskab kan yde lån til dets moderselskab. Det skal hertil bemærkes at koncernlån efter SL § 211 omfatter undtagelser til almindelige kapitalejerslån, jf. SL § 210, men såfremt at lånet rent faktisk anvendes til betaling af afdrag eller rente på akkvisitionsgæld, vil lånet være i strid med SL § 206, stk. 1. Der kan i denne forbindelse opstå tvivl om, hvorvidt et selskabs udlån til dets moderselskab er omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Har moderselskabet optaget lån til erhvervelsen af kapitalandele, og yder datterselskabet et lån i tilknytning til eller umiddelbar forlængelse af transaktionen, vil dette som udgangspunkt være i strid med SL §

⁵⁹ Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 2009, s. 137 f.

⁶⁰ Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2014, s. 780 f.

⁶¹ Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 2009, s. 138 f.

⁶² Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.169.

206, stk. 1. Det følger dog af såvel forarbejderne til selvfinansieringsreglerne som praksis, at det i den konkrete situation vurderes, om der efter en formålsfortolkning foreligger selvfinansiering.⁶³

Et eksempel herpå er Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udtalelse af 20. oktober 2002, som også er omtalt i afsnit 4.4. I den konkrete sag fastslog styrelsen, at lånet kunne ydes som moderselskabslån uden at komme i konflikt med forbuddet mod kapitalejerlån i den dagældende aktieselskabslovs § 115, stk. 1, idet at kriterierne for koncernforbindelsen mellem selskaberne var opfyldt. Dernæst skulle det vurderes, hvorvidt det påtænkte lån ville være omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Som nævnt tidligere i afhandlingen, har Erhvervsstyrelsen opstillet nogle punkter, som skal være opfyldt for at et lån ikke anses som værende i strid med selvfinansieringsforbuddet. Midlerne fra lånet må ikke direkte eller indirekte anvendes til betaling af afdrag eller renter på akquisitionsgælden, lånet må ikke have været forudsat i finansieringsplanen til erhvervelsen og det er en forudsætning, at moderselskabet på tidspunktet for udlånet har evne og vilje til at tilbagebetale lånet. I denne sag lagde styrelsen vægt på, at udlånet var ubetydeligt i forhold til såvel datterselskabets egenkapital som købesummen for aktierne, hvilket igen er en indikation på at der i praksis anlægges en formålsfortolkning og at det væsentligste kriterie er, hvad midlerne reelt er anvendt til.⁶⁴

4.9 Cash-pooling

Der er en vis usikkerhed forbundet med et målselskabs deltagelse i en cash-pool ordning, og i hvilket omfang dette harmonerer med selvfinansieringsforbuddet. En cash-pool ordning kan anses som værende en særlig slags koncernlån. I praksis anvendes cash-pool ordninger som et likviditetsstyringsværktøj mellem koncernforbundne selskaber, der kan foreligge i forskellige former, med hertil knyttet varierende risici. Cash-pool ordninger er ikke underlagt selvstændig regulering i den danske selskabslovgivning, hvilket efter Udvalget til Modernisering af selskabsrettens opfattelse heller ikke vil være hensigtsmæssigt. Der henvises efterfølgende til Erhvervs- og Selskabsstyrelsens administrative praksis, hvorefter cash-pool ordninger under visse forudsætninger anses for værende sædvanlige forretningsmæssige dispositioner, der ikke er i strid med forbuddet mod kapitalejerlån i SL

⁶³ Henrik Steffensen, mfl., Transaktioner i selskaber - selskabsret, regnskab og skat, 2014, s.441 og Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2014, s. 761.

⁶⁴ Henrik Steffensen, mfl., Transaktioner i selskaber - selskabsret, regnskab og skat, 2014, s.441 ff. og Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2014, s. 761.

§ 210.⁶⁵ Det fremgår endvidere eksplicit af SL § 212, som er en undtagelse til SL § 210, at et selskab som led i en sædvanlig forretningsmæssig disposition kan yde økonomisk bistand til personkredsen, der er nævnt i SL § 210. Det må hertil igen fremhæves, at dispositioner der er lovlige i medfør af SL §§ 211-212 omfatter almindelige lån, og således ikke lån der direkte eller indirekte anvendes til afbetaling af akkvisitionsgæld.

Der er to overordnede typer af cash-pooling: (1) interest netting og (2) zero balancing. Ved zero balancing sker en egentlig likviditetsudligning i mellem de koncernforbundne selskaber, der deltager i arrangementet. Dette koncept forudsætter således, at der oprettes en fælles konto i koncernens primære pengeinstitut, hvortil de deltagende selskabers likvide midler overføres. Modsætningsvis sker der ved interest netting ikke en faktisk udligning af de involverede selskabers bankkonti, men koncernens rentebetaling optimeres ud fra en rentekompensationsmodel.⁶⁶

Det anføres af Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, at alene det forhold, at koncernforbundne selskaber anvender den samme konto, pr. automatik kan skabe en formodning om at der foreligger ulovlig selvfinansiering. Det vil ofte være udslagsgivende for vurderingen, hvorvidt der reelt set sker betaling af renter og afdrag på akkvisitionsgælden med midler, der stammer fra målselskabet eller dets datterselskab, hvilket formentlig vil være tilfældet i et vist omfang, hvis betaling sker fra en fælles koncernkonto. Det bemærkes hertil at beløbet principielt er irrelevant, da selvfinansieringsforbuddet ikke har en bagatelgrænse, men at der dog må fastholdes en eller anden form for forbindelse eller sammenhæng mellem målselskabets midler og betalingen på akkvisitionsgælden. Såfremt at der i den konkrete situation ikke kan påvises anden forbindelse, end at der anvendes den samme konto, vil der formentlig ikke foreligge ulovlig selvfinansiering.⁶⁷ Søren Skjerbek bemærker om cash-pool ordninger, at selvom det naturligvis er korrekt at et selskab ikke direkte eller indirekte må finansiere dets finansiering, kan det omvendt synes problematisk at tilsidesætte i øvrigt legitime og sædvanlige, efterfølgende forretningsdispositioner. Hertil bemærkes at jo længere tid efter transaktionen, at målselskabet indtræder i ordningen, desto lettere bør bevisbyrden for at der ikke foreligger selvfinansiering være at løfte. Deltagelsen i en cash-pool ordning bør naturligvis være erhvervsmæssigt

⁶⁵ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsloven, s. 508 ff.

⁶⁶ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsloven, s. 508 ff. og Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 2009, s. 138 f.

⁶⁷ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.165.

begrundet, ligesom at målselskabet må være underlagt de samme betingelser som de øvrige koncernforbundne selskaber. Det anføres endvidere, at såfremt koncernen kan dokumentere at målselskabets deltagelse i en cash-pool ordning ikke har været en nødvendig forudsætning for at opnå finansieringen til erhvervelsen, må dette tillige tale for at der er tale om en forretningsmæssig disposition uden forbindelse til finansieringen heraf.⁶⁸

Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen antager, at der ved interest netting som udgangspunkt ikke vil være tale om selvfinansiering i strid med SL § 206, stk. 1. Det er imidlertid nødvendigt med en konkret vurdering af koncernens cash-pool ordning. Hvis der f.eks. tages udgangspunkt i en situation, hvor målselskabet er det eneste selskab i cash-pool ordningen der har indlån i banken, mens moderselskabets akkvisitionslån udgør den væsentligste del af koncernens udlån, mens øvrige koncernselskaber ikke forventes at bidrage med ind- eller udlån af betydning, vil realiteten i konstruktionen være at målselskabet mindsker moderselskabets rentebetaling af akkvisitionsgælden. Målselskabets deltagelse i cash-pool ordningen i denne situation vil formentlig blive anset som ulovlig selvfinansiering.⁶⁹

4.10 Konsekvenser ved dispositioner i strid med SL § 206, stk. 1

Såfremt målselskabet direkte eller indirekte har ydet økonomisk bistand i forbindelse med erhvervelse af kapitalandele i strid med SL § 206, stk. 1, følger det af SL § 215, at lånet skal tilbagebetales til selskabet eller sikkerheden ophøre, jf. dog stk. 3 i forhold til sikkerhedsstillelse. Det skal endvidere bemærkes, at ulovlig selvfinansiering er omfattet af selskabslovens straffebestemmelser, hvorefter at et ulovligt ydet lån straffes med bøde. Det kan ud fra domstolenes praksis konstateres, at bødeniveauet som udgangspunkt udgør 5 % af lånebeløbet. Det bemærkes dog af Lars Bunch og Ida Rosenberg, at såfremt at lånet tilbagebetales indenfor den frist på 6 uger, som Erhvervsstyrelsen giver ved konstatering af et ulovlig lån, er bødeniveauet 2½ %, jf. U.1997.256 H.⁷⁰

Såfremt at det ikke er muligt, f.eks. som følge af at modtageren af den økonomiske bistand ikke er i stand til at tilbagebetale lånet, er det den eller de personer, der har truffet aftale om eller opretholdt dispositionen, der indestår for det tab, som selskabet måtte blive påført. Det vil typisk være selskabets centrale ledelsesorgan, der har forestået den ulovlige disposition, eller i tilfælde af at ledelsen først er

⁶⁸ *Søren Skjærbek*, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 2009, s. 78 ff.

⁶⁹ *Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen*, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.165 f.

⁷⁰ *Lars Bunch og Ida Rosenberg*, *Selskabsloven med kommentarer*, 2014, s. 842 f.

tiltrådt efter at dispositionens etablering, har forsømt at sikre, at dispositionen bringes til ophør. Det er et krav, at et ulovligt ydet lån straks tilbagebetales til selskabet, eller at sikkerheden straks ophører. Pligten herfor træder i kraft i det øjeblik, at den retsstridige disposition etableres. Den eller de personer, der har faciliteret den ulovlige disposition, indestår som nævnt for det tab, som selskabet måtte lide som følge heraf. Ved indeståelsen forstås, at den eller de pågældende hæfter på objektivet grundlag overfor selskabet. Det er således ikke muligt at blive fritaget for ansvar, uanset hvilke fritagelsesgrunde den pågældende måtte mene at have. Disse kan dog evt. have betydning ved efterfølgende regresopgør. Indeståelsen træder i kraft, når det må konstateres at beneficianten ikke er i stand til at tilbageføre den økonomiske bistand. Det antages af Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, at det formentlig er tilstrækkeligt at lånevilkårene er misligholdt, og således ikke et krav at der er gennemført udtømmende retsforfølgelse af debitoren. Det bemærkes hertil at princippet i gældslovens § 5, stk. 1 finder anvendelse, hvorefter lånet er anfordringsskuld, såfremt at der ikke er aftalt yderligere om lånets løbetid og forfaldsdato. Hvis ovennævnte antagelse er korrekt, vil lånet være forfaldet fra det øjeblik at selskabet fremsætter et betalingspåkrav, hvilket tillige medfører at ledelsens indeståelse herfor træder i kraft.⁷¹ Det følger endvidere af SL § 215 stk. 1, at et lån ydet i strid med SL § 206, stk. 1 ikke blot skal tilbagebetales til selskabet, men tillige forrentes efter renteloven. Hvis ikke der i mellem parterne er aftalt højere rente, forrentes udlånet efter rentelovens § 5, stk. 1 og 2, med tillæg af 2 %. Rentebestemmelserne i RL § 5, stk. 1 fastsætter at den årlige rente efter forfaldsdatoen svarer til Nationalbankens udlånsrente, pt. 0,05 %, med tillæg af 8 %. Dette vil betyde, at et forfaldent lån til selskabet vil skulle forrentes med 10,05 % p.a., såfremt at der ikke er aftalt en højere rente.⁷²

Det bør endvidere fremhæves, at tilbagebetaling til selskabet ikke nødvendigvis kun kan ske ved kontantbetaling, da Erhvervsstyrelsen i praksis accepterer at tilbagebetaling sker ved modregning. Den fordring der modregnes med vil i praksis typisk bestå af enten løn eller udbytte. For at tilbagebetaling til selskabet kan ske ved modregning, er det en forudsætning at de almindelige modregningsbetingelser er opfyldt vedrørende fordringernes gensidighed, udjævnighed og afviklingsmodenhed. Det er dog ikke et krav, at fordringerne er konnekse. Fordringernes gensidighed og udjævnighed må antages sjældent at være problematisk i tilfælde, hvor en kapitalejer eller et ledelsesmedlem skal tilbagebetale

⁷¹ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.64 f.

⁷² Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2014, s. 843 og Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.64 f.

et retsstridigt lån. Modregning med udbytte eller løn i dette tilfælde vil opfylde kravet om gensidighed, da selskabet vil være debitor for udbetalingen af fordringen. For så vidt angår udjævnighed bør dette heller være et problem, da både udbetaling af udbytte eller løn og det skyldige lån er pengeydelse. I forhold til betingelsen om fordringernes afviklingsmodenhed bemærkes det, at da et ulovligt lån i medfør af SL § 215, stk. 1 er forfaldent straks, er det således modfordringens forfaldstidspunkt der er afgørende. Ved udbytte opstår fordringen først, når beslutning om udlodning er truffet af generalforsamlingen, hvorfor at afviklingsmodenheden først kan siges at indtræffe her. Ved modregning af løn, vil denne være afviklingsmoden i det øjeblik at den er forfalden til betaling i henhold til ansættelsesvilkårene. Hvis lånet skal tilbagebetales ved modregning er det endvidere væsentligt at være opmærksom på, at der skal udloddes tilstrækkeligt udbytte til at dække både hovedstolen og renterne, samt skat. Selskabet har således pligt til at tilbageholde et beløb svarende til 27 % af det udloddede beløb som udbyttebeskatning, jf. KSL § 65. Tilsvarende er gældende såfremt at et ulovligt ydet lån ønskes modregnet i løn. Her har selskabet pligt til at indeholde A-skat, jf. KSL § 46, for det vederlag der kan henføres som A-indkomst, jf. KSL § 43.⁷³

Det fremgår af SL § 215, stk. 3, at selskabet er bundet af sikkerhedsstillelse overfor tredjemand, uanset at denne disposition er i strid med SL § 206, 1 og 2, under forudsætning af at modtageren har været i god tro herom, dvs. at denne ikke har været, eller burde være, bevidst om at dispositionen var omfattet af forbuddet i SL § 206. Hensynet til modtageren i denne situation kan bl.a. begrundes i, at denne har disponeret i tillid til retsmæssigheden af de indgåede forhold, og derfor vil en tilsidesættelse af dispositionen kunne have upåregnelige konsekvenser for dennes økonomi. Aftalepartens professionelle status bør endvidere være et moment i vurderingen af god tro, da det formentlig vil være vanskeligt at argumentere for at en professionel långiver, f.eks. et pengeinstitut, ikke er bekendt med forbuddet i SL § 206.⁷⁴

5. Lovlig selvfinansiering

Vedtagelsen af selskabsloven har medført en lempelse af selvfinansieringsforbuddet, der tidligere fandtes i hhv. aktieselskabslovens § 115, stk. 2 og anpartsselskabslovens § 49. Der er i SL § 206, stk. 2

⁷³ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.67 ff.

⁷⁴ Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2014, s. 845 og Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s.66 f.

hjemlet at et selskab kan yde lovlig selvfinansiering, såfremt at betingelserne i SL § 206, stk. 3 og §§ 207-209 opfyldes. For at lovlig selvfinansiering kan finde sted, er det et krav at dispositionen godkendes på generalforsamlingen, at der er tale om en forsvarlig beslutning, at det centrale ledelsesorgan udfærdiger en redegørelse, samt at den økonomiske bistand sker på sædvanlige markedsvilkår. Betingelserne vil nedenfor blive behandlet nærmere.

5.1 SL § 206, stk. 3 – Kreditvurdering af modtagerkredsen

Selskabets centrale ledelsesorgan skal i medfør af SL § 206, stk. 3 sikre at den eventuelle økonomiske bistand ydes på et økonomisk forsvarligt grundlag. Herunder skal der tages hensyn til selskabets generelle interesser og samlede forpligtelser. Hvis selskabet er et moderselskab, jf. SL §§ 6-7, skal forsvarligheden af dispositionen ikke blot bedømmes efter selskabets egne, men koncernens generelle interesser og samlede forpligtelser.⁷⁵ Til sikring heraf, er det et krav at der skal foretages en individuel kreditvurdering af den kreds af personer, såvel juridiske som fysiske, der modtager selvfinansiering. Med kreditvurderingen er der tale om et krav, der er fastlagt i 2. selskabsdirektivs artikel 23, stk. 1. Det er op til selskabets centrale ledelsesorgan at vurdere, hvilke oplysninger, der er nødvendige for kreditvurderingen. Det følger både af betænkningen og lovbemærkningerne. Endvidere fremgår det, at midlerne kun bør stilles til rådighed, såfremt det må forventes at også en professionel långiver ville være villig til at stille midlerne til rådighed. Det bemærkes hertil, at det centrale ledelsesorgan også hvad dette angår er omfattet af ansvarsreglerne i selskabslovens kapitel 23.⁷⁶

Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen bemærker, at det pga. manglende praksis på området er vanskeligt at angive specifikke krav, men at de konkrete omstændigheder ved den påtænkte disposition vil være af afgørende betydning for vurderingen. De pågældende omstændigheder vil formentlig kunne være tilsvarende, hvad der almindeligvis skal tages i betragtning ved en forsvarlighedsvurdering, herunder hvorvidt parterne er interesseforbundne, og hvori den fælles interesse består, parternes respektive soliditet og finansielle styrke, generelle markedsvilkår samt evt. sikkerhedsstillelse.⁷⁷ Til illustration af nogle af de netop nævnte omstændigheder, kan henvises til eksempel 5.2 af Henrik Steffensen, mfl. Dette eksempel tager udgangspunkt i en situation, hvor et holdingselskab, H, hvis

⁷⁵ Henrik Kure, Lovlig selvfinansiering, UfR.2011.293, s.298

⁷⁶ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsloven, s. 1023 f. og Henrik Kure og Lars Hedegaard Kristensen, Karnovs noter til selskabslovens § 206, stk. 3, note 990

⁷⁷ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s. 192.

eneste aktivitet er at besidde en ejerandel på 50 % af S, ønsker at erhverve den resterende aktiekapital. Ved kreditvurderingen af H, bør H's såvel som S' finansielle stilling og S' fremtidsudsigter være væsentlige kriterier, da H's eneste indtægtskilde er udbyttebetalinger fra S. Som følge heraf vil evt. finansielle problemer for S kunne medføre, at H ikke har likviditet til at betale de løbende forpligtelser, og at lånet derfor skal nedskrives eller være tabt. Det er således essentielt, at H som minimum er i besiddelse af fornøden likviditet til at kunne betale forfaldne forpligtelser på kort sigt, samt at der er en alternativ løsning i det tilfælde, at S ikke kan udbetale udbyttet. En mulig løsning kunne være, at en tredjemand stiller sikkerhed for låneaftalen. Såfremt at låneaftalen er suppleret med en sikkerhedsstillelse, vil der typisk kunne opnås en lavere rente, da der ikke er lige så stor risiko forbundet med transaktionen.⁷⁸ Kreditvurderingen kan siges at have enten direkte eller indirekte betydning for sandsynligheden for, at selskabet ikke stilles dårligere ved selvfinansiering, end hvis dispositionen ikke var foretaget. Hvis den økonomiske bistand ydes i form af et lån, vil kreditvurderingen tage udgangspunkt i risikoen for, at lånet ikke tilbagebetales rettidigt. Ved kaution eller sikkerhedsstillelse har kreditvurderingen indirekte betydning i forhold til risikoen for, at det latente krav over for den, som kautionen eller sikkerheden er stillet over for, vil blive realiseret. Det kan af de nævnte forhold udledes, at kravet om kreditvurdering har nær sammenhæng med forsvarlighedskravet. Det er en logisk følgeslutning, at jo mere kreditværdig modtagerkredsen er, des mindre er sandsynligheden for at selskabet vil lide tab som følge af selvfinansieringen, og tilsvarende kan dispositionen siges at være mere økonomisk ansvarlig.⁷⁹

5.2 SL § 207 – Generalforsamlingens godkendelse og skriftlig redegørelse fra det centrale ledelsesorgan

I medfør af SL § 207, stk. 1 er det et krav, at generalforsamlingens godkendelse skal foreligge før end at der lovligt kan ydes økonomisk bistand til erhvervelse af kapitalandele i selskabet. For at generalforsamlingen kan træffe beslutning om at yde selvfinansiering på et oplyst grundlag, har selskabets centrale ledelsesorgan pligt til at udfærdige en skriftlig redegørelse, jf. SL §207, stk. 1, 2.pkt. Redegørelsen skal indeholde følgende oplysninger: (1) baggrunden for forslaget om økonomisk bistand, (2) selskabets interesse i dispositionen, (3) de betingelser, der er knyttet til gennemførelse, (4)

⁷⁸ Henrik Steffensen, *mfl.*, Transaktioner i selskaber - selskabsret, regnskab og skat, 2014, s. 417 ff.

⁷⁹ Henrik Kure, Lovlig selvfinansiering, UfR.2011.293, s. 298 f.

en vurdering af hvilke konsekvenser, som dispositionen kan have for selskabet, herunder for dets likviditet og solvens, samt (5) hvilken pris kapitalandelene kan erhverves til. Det skal hertil nævnes, at kravene til den skriftlige redegørelse har karakter af minimumskrav, så i tilfælde af at ledelsen vurderer at øvrige informationer er af væsentlig betydning, bør disse også indarbejdes i redegørelsen.⁸⁰

Det følger af SL § 207, stk. 3, jf. SL § 9, at redegørelsen skal offentliggøres i Erhvervsstyrelsen it-system eller være modtaget med henblik på offentliggørelse senest to uger efter, at der på generalforsamling er truffet beslutning om at yde selvfinansiering. Det antages af Henrik Kure, at offentliggørelsen ikke er et gyldighedskrav, men derimod et formkrav, hvis overtrædelse kan medføre bødestraf, jf. SL § 367, stk. 1.

Der fremgår ikke noget direkte krav i hverken direktivet eller af selskabsloven om, at lovlig selvfinansiering kun kan ydes på ledelsens direktiv. Henrik Kure antyder, at der kan argumenteres for, at der er en implicit veto for det centrale ledelsesorgan, idet at det er op til dette organ at udarbejde den skriftlige redegørelse. Det centrale ledelsesorgan vil således have mulighed for at afvise forslaget om selvfinansiering, såfremt at det ikke skønnes at være grundlag for at udarbejde redegørelsen. Hertil bemærkes dog at kapitalejere eller tredjemand, hvis forslag om selvfinansiering ikke anerkendes af selskabets centrale ledelsesorgan, kan påbegynde arbejde med henblik på at få udskiftet ledelsen. Mulighederne for dette afhænger selvfølgelig af, hvilken andel af selskabskapitalen og rettighederne, som man direkte eller indirekte er i besiddelse af.⁸¹ Kravet om offentliggørelsen af det centrale ledelsesorgans redegørelse, kan begrundes i hensynet til selskabets kreditorer og øvrige interessenter, således at disse på et oplyst grundlag kan vurdere, hvilke evt. konsekvenser de mener at selvfinansieringen har for selskabets fremtidige drift og finansielle stilling. Såfremt at lovens tidsfrist om offentliggørelse ikke overholdes, kan dette blive ansvarspådragende for selskabets ledelse, såfremt at kreditorer eller andre lider tab, som følge af beslutninger truffet på et forkert grundlag.⁸²

5.2.1 Generalforsamlingens godkendelse

Det er et gyldighedskrav at beslutningen træffes med majoritet til vedtægtsændring, dvs. at den skal tiltrædes af mindst 2/3 af såvel de afgivne stemmer, som af den på generalforsamlingen repræsenterede

⁸⁰ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2014, s. 789.

⁸¹ Henrik Kure, Lovlig selvfinansiering, UfR.2011.293, s. 295.

⁸² Henrik Steffensen, mfl., Transaktioner i selskaber - selskabsret, regnskab og skat, 2014, s. 422.

selskabskapital, jf. SL § 106. Det er endvidere et krav at generalforsamlingens godkendelse af dispositionen foreligger, inden at den foretages. Det er således ikke muligt at lovliggøre et lån ydet i strid med SL § 206, stk. 1, ved efterfølgende indhentelse af generalforsamlingens godkendelse. Som følge heraf må den ulovlige selvfinansiering straks tilbagebetales jf. SL § 215. Det antages af Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, at det er muligt, at den ulovligt ydede økonomiske bistand i medfør af SL § 206, stk. 1, tilbagebetales efter SL § 215 ved modregning med et provenu fra et nyt lån ydet i overensstemmelse med SL § 206, stk. 2.⁸³ Såfremt at den lovlige selvfinansiering foreslås ydet i en nuværende kapitalejers favør, antages denne at kunne deltage i generalforsamlingens behandling heraf, samt have ret til at stemme om forslaget godkendelse. Den pågældende kapitalejer vil således ikke være inhabil i medfør af SL § 86, på trods af at selvfinansieringen ydes i dennes favør.⁸⁴ Da der ved selvfinansiering ofte vil være et favørelement over for den kapitalejer, til hvis fordel finansieringen ydes, er det dog væsentligt at iagttage at såvel ligeretsgrundsætningen i SL § 45 som generalklausulen i SL § 108. Selvfinansieringen kan maksimalt ydes med et beløb, der kan rummes inden for målselskabets frie reserver. En væsentlig forskel mellem lovlig selvfinansiering og udbytte er dog, at selvfinansieringen vil kunne ydes i f.eks. en hovedaktionærs favør, mens en udlodning af udbytte i medfør af SL § 180 fordeles mellem kapitalejerne ud fra deres ejerandel. Det antages af Henrik Kure, at i tilfælde af at en kapitalejer føler sig forbigået, eller at målselskabets ydelse af selvfinansiering ikke er i dennes interesse, vil denne have mulighed for at blokere beslutningen på generalforsamlingen som følge af ligeretsgrundsætningen i SL § 45. Det bemærkes endvidere at beslutningen måske ville kunne anfægtes efter SL § 108.⁸⁵ Denne antagelse er formentlig korrekt. Selvom SL § 45 ikke eksplicit er omtalt i bemærkningerne til reglerne om selvfinansiering, anføres det af Lars Bunch og Ida Rosenberg, at ligeretsgrundsætningen i SL § 45 kan være relevant at overveje i situationer tilsvarende den ovennævnte, hvor økonomisk bistand ydes i en kapitalejers favør, men hvor ikke alle kapitalejere modtager denne. Hertil bemærkes det, at der ikke umiddelbart må antages at være nogen begrundelse for, at ligeretsgrundsætningen ikke skulle finde anvendelse i forbindelse med selvfinansiering. I

⁸³ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, *Kapitalejerlån og selvfinansiering*, 2014, s. 192.

⁸⁴ Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2014, s. 789.

⁸⁵ Henrik Kure, *Lovlig selvfinansiering*, UfR.2011.293, s. 298.

forhold til generalklausulen i SL § 108, er det i bemærkningerne i lovforslaget til SL § 207, stk. 2 udtrykkeligt fremhævet, at generalforsamlingen skal overholde denne.⁸⁶

Såfremt at disse antagelser er korrekte, vil dette formentligt kunne medføre at reglerne om lovlig selvfinansiering kun i begrænset omfang finder praktisk anvendelse i selskaber, der er ejet af flere kapitalejere.

5.2.2 Baggrunden for forslaget

Det første punkt i ledelsens redegørelse, er oplysninger om baggrunden for forslaget, jf. SL § 207, stk. 1, nr.1. Henrik Kure anfører, at det vil være relevant at angive, hvem der har taget initiativ til forslaget om selvfinansiering, på hvilken baggrund, samt formålet hermed. Dette punkt i redegørelsen vil tillige være oplagt til en præsentation af den potentielle køber, såfremt at denne ikke allerede er kapitalejer. Det bemærkes hertil, at der konkret skal stilles forslag til at selskabet yder selvfinansiering, og at det centrale ledelsesorgan således ikke kan bemyndiges til generelt at foretage vurderingen efter rammer besluttet af generalforsamlingen.⁸⁷

5.2.3 Selskabets interesse i selvfinansieringen

Det fremgår ikke eksplicit af lovens forarbejder, hvad der i denne sammenhæng skal forstås som ”selskabets interesse”. Det antages af Lars Bunch og Jan Schans Christensen, at begrebet ”selskabets interesse” harmonerer med den øvrige del af SL § 207, samt de øvrige bestemmelser om selvfinansiering, og derfor kan defineres som kapitalejernes kollektive interesse i selskabet. Således vil en beslutning om selvfinansiering, der f.eks. tilgodeser en hovedaktionær, men ikke er i tråd med de øvrige aktionærers interesse, kunne være problematisk. Selskabets interesse kan betragtes i sammenhæng med selskabslovens generalklausuler i hhv. SL §§ 108 og 127, stk. 1, hvori selskabet også er angivet som interessesubjekt. SL § 108 har følgende ordlyd: *”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** [min fremhævelse]”*. Som det anføres af Lars Bunch og Jan Schans Christensen, indikerer ordene ”andre kapitalejeres eller kapitalsselskabets

⁸⁶ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2014, s. 790 f.

⁸⁷ Henrik Kure, Lovlig selvfinansiering, UfR.2011.293, s. 295.

bekostning”, at der ikke nødvendigvis er sammenfald mellem selskabets egeninteresse og kapitalejernes direkte interesse i selskabet.⁸⁸

Det må i den konkrete situation vurderes, hvorvidt en disposition er i selskabets interesse. Selvom det efter selskabsloven principielt er selskabet uvedkommende, hvem der ejer det, kan hensyn til selskabets ejerstruktur være et kriterie i vurderingen. Det kan f.eks. tænkes at være i selskabets interesse, at selvfinansiering fremmer et generationsskifte, såfremt at den nuværende majoritetsejer ikke længere har interesse i eller mulighed for at udvikle selskabet.⁸⁹ Det skal dog

5.2.4 Betingelser for transaktionens gennemførelse

Det fremgår af SL § 207, stk. 1, nr. 3 at redegørelsen skal indeholde oplysninger om de betingelser, der er knyttet til gennemførelsen. Det fremgår ikke klart, om dette punkt relaterer sig til gennemførelsen af den lovlige selvfinansiering eller til gennemførelsen af tredjemands erhvervelse eller tegning af kapitalandele i selskabet. Henrik Kure opfatter bestemmelsen, som at der henvises til gennemførelsen af selvfinansieringen, men bemærker at der i praksis vil være en nær sammenhæng mellem selvfinansieringen og tredjemands erhvervelse eller tegning, hvorfor at det vil være naturligt at inddrage begge dele i redegørelsen.⁹⁰

5.2.5 Transaktionens konsekvenser for selskabets likviditet og soliditet

Kravet i SL § 207, stk. 1, nr. 4 om at redegørelsen skal indeholde en vurdering af selvfinansieringens konsekvenser for selskabets likviditet og soliditet, er et udslag af den almindelige pligt til at sikre et forsvarligt kapitalberedskab. I relation til dette bemærker Henrik Kure, at det af Kommissionen var foreslået mere vidtgående krav for selskabets fremtidige likviditet og soliditet, men at dette krav hverken er optaget i den endelige direktivtekst eller i selskabsloven.⁹¹

⁸⁸ *Lars Bunch og Jan Schans Christensen*, Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U.2011B.1, s. 1 f.

⁸⁹ *Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen*, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s. 192

⁹⁰ *Henrik Kure og Lars Hedegaard Kristensen*, Karnovs noter til selskabslovens § 207, note 995 og *Henrik Kure*, Lovlig selvfinansiering, UfR.2011.293, s. 297.

⁹¹ *Henrik Kure*, Lovlig selvfinansiering, UfR.2011.293, s. 297.

5.2.6 Kapitalandelenes pris

Endelig følger det af SL § 207, stk. 1, nr. 5 at redegørelse skal indeholde den pris, som tredjemand skal betale for kapitalandelene. Dette krav medfører at det ikke er muligt at holde købsprisen fortrolig, da redegørelsen skal offentliggøres i Erhvervsstyrelsens it-system, i medfør af bestemmelsens stk. 3.

Det følger af ændringsdirektivet, at såfremt tredjemand ved hjælp af selvfinansiering erhverver selskabets egne kapitalandele eller tegner kapitalandele i forbindelse med en kapitalforhøjelse, skal købsprisen være rimelig. Formålet hermed er at beskytte de nuværende kapitalejere, således at de eksisterende beholdninger af kapitalandele ikke udvandes. Dette krav om rimelig pris er dog ikke gældende i tilfælde af at tredjemand erhverver eksisterende kapitalandele i selskabet, da selskabet i denne situation ikke er part i transaktionen. Det bemærkes imidlertid af Henrik Kure, at der i selskabsloven ikke er dette krav om rimelig pris, og at den danske lovgivning således er mere lempelig end direktivet foreskriver. Der er som nævnt tale om et minimumsdirektiv, hvor det er op til medlemslandene selv at vurdere, om man vil give mulighed for lovlig selvfinansiering. Da Danmark har valgt at implementere lempelsen, er det dog et krav at minimumsbetingelserne i direktivet er opfyldt, da det generelle selvfinansieringsforbud ellers vil kunne blive udhulet i national ret.

Det bør imidlertid fremhæves at i selskaber med flere kapitalejere, vil en minoritetskapitalejer i medfør af ligeretsgrundsætningen i SL § 45 kunne anfægte en beslutning, om at yde selvfinansiering til tredjemands tegning af kapitalandele til favørpris.⁹²

5.3 SL § 208 – Selvfinansieringens forsvarlighed

Det er med SL § 208 fastlagt, hvilke midler der kan anvendes til at yde økonomisk bistand i forbindelse med erhvervelse af kapitalandele i målselskabet selv eller dets moderselskab. Det er et ufravigeligt krav, at den økonomiske bistand på intet tidspunkt må overstige, hvad der er forsvarligt ud fra selskabets økonomiske stilling. Såfremt at selskabet er moderselskab i medfør af SL §§ 6-7, skal hensynet tages ud fra koncernens økonomiske stilling. Endvidere fremgår det eksplicit af bestemmelsen, at det kun er midler der kan udloddes som ordinært udbytte i medfør af SL § 180, stk. 2, dog med undtagelse af evt. fald i selskabets frie reserver siden den senest reviderede årsrapport. Forsvarlighedsvurderingen skal således foretages med udgangspunkt i selskabets aktuelle økonomiske stilling. Dette følger endvidere af SL § 179, stk. 2, 2. pkt., hvorefter selskabets centrale ledelsesorgan ved enhver kapitalafgang skal

⁹² Henrik Kure, Lovlig selvfinansiering, UfR.2011.293, s. 297 f.

sikre, at der er dækning for selskabskapitalen og selskabets bundne reserver. Dette fremgår ikke udtrykkeligt af selvfinansieringsreglerne, men det må antages at være korrekt når Lars Bunch og Ida Rosenberg fremhæver, at der ingen begrundelse er for, at der på dette punkt skulle være forskel på selvfinansiering og udbetaling af ordinært udbytte. Det må derfor antages at begrænsningen i SL § 179, stk. 2, 2. pkt. tillige er gældende i relation til selvfinansieringsreglerne, da bestemmelsen er en konkretisering af kravet til ledelsen om at påse et forsvarligt kapitalberedskab.⁹³ Det følger af bemærkningerne til SL § 208, at det er forsvarligheden på tidspunktet for beslutningen om lovlig selvfinansiering, der er gældende. Et efterfølgende fald i selskabets frie reserver medfører dermed ikke, at mellemværendet mellem selskabet og modtageren af selvfinansieringen skal afvikles. Det kan imidlertid medføre en handlepligt for ledelsen som følge af regler om kapitaltab i SL § 119. Det bemærkes endvidere at selskabets ledelse er ansvarlig for at den økonomiske bistand ydes på sædvanlige og rimelige markedsvilkår, samt at SL § 127 iagttages, således at dispositionerne ikke forfordeler enkelte aktionærer eller andre. Det henvises i øvrigt til ansvarsreglerne i forslaget kapitel 23, hvorefter det kan konkluderes, at det centrale ledelsesorgan også i henhold til selvfinansiering er ansvarlige for at sikre et forsvarligt kapitalberedskab, jf. SL §§ 115 og 118, stk. 2.⁹⁴ De midler der kan benyttes til lovligselvfinansiering i medfør af SL § 180, stk. 2, vil blive behandlet nærmere i afsnittet om udbytte.

Det bør hertil bemærkes, at det evt. overskud der er optjent i indeværende regnskabsår, og derved som led i efterfinansiering vil kunne udloddes som ekstraordinært udbytte i medfør betingelserne i SL § 182, stk. 3, ikke kan benyttes til at yde lovlig selvfinansiering.

Hvis et selskab yder lovlig selvfinansiering i medfør af SL § 206, stk. 2, er det et krav at et beløb svarende til den samlede ydede økonomiske bistand, skal posteres som en bunden reserve i selskabets balance. Beløbet skal således omklassificeres fra ”Overført overskud” eller anden post under egenkapitalen, der jf. SL § 180, stk. 2 kan anvendes til udbytte, til posten ”Reserve for udlån og sikkerhedsstillelse, jf. ÅRL § 35 a. Det fremgår af denne bestemmelse, at ”Reserve for udlån og sikkerhedsstillelse” er en bunden reserve, der således ikke kan benyttes til udlodning eller øvrige dispositioner, som f.eks. ydelse af kapitalejerlån, jf. SL § 210. Det fremgår af ÅRL § 35 a, stk. 1, 2.pkt.

⁹³ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2014, s. 791.ff

⁹⁴ Bemærkninger til lovforslag L170, FT 2008-09, s.287.

at reserven ikke kan elimineres med selskabets evt. underskud eller formindskes på anden måde. Dog fremgår det af bestemmelsens 3. pkt., at reserven skal formindskes eller opløses i takt med at det ydede lån, sikkerhedsstillelsen eller den økonomiske bistand nedbringes eller bringes til ophør. Selskabet har som udgangspunkt kun pligt til at oprette reserven, for lån og sikkerhedsstillelse ydet i overensstemmelse med reglerne for lovlig selvfinansiering i SL § 206, stk. 2, da der i medfør af SL § 215 er pligt til straks at tilbagebetale lånet eller bringe sikkerhedsstillelsen til ophør. Imidlertid følger det som nævnt af SL § 215, stk. 3, at selskabet er bundet af sikkerhed stillet overfor en aftalepart i god tro, selvom at dispositionen er i strid med SL § 206, stk. 2. Som følge heraf fremgår det af ÅRL § 35 a, stk. 2, at såfremt et selskab er bundet af en sikkerhedsstillelse, jf. SL § 215, stk. 3, skal en bunden reserve optages i balancen til dækning heraf.⁹⁵

5.4 SL § 209 – Krav om sædvanlige markedsvilkår

Det følger af SL § 209, at et selskabs ydelse af økonomisk bistand til tredjemand for dennes erhvervelse af kapitalandele i selskabet, skal ske på sædvanlige markedsvilkår. Bemærkningerne til SL § 209 fastslår bl.a. at betingelserne om sædvanlige markedsvilkår skal sikre, at selskabets midler ikke stilles til rådighed for tredjemand på vilkår, der forfordeler bestemte eksisterende kapitalejer, eller forringer selskabets kreditorer sikkerhed på urimelig vis. Det følger endvidere af bemærkningerne, at det ikke udelukkende er renteniveauet der skal være sædvanligt, men tillige lånets løbetid. Alternativt ville en kapitalejer tænkes at kunne blive fristet til at lave et afdragsfrit lån, hvor renterne blot tilskrives hovedstolen. Det fremgår således at det er det centrale ledelsesorgans ansvar, at sikre at den konkret ydede økonomiske bistand sker på forsvarlige og rimelige vilkår, særligt hvad angår rente, sikkerhedsstillelse og kreditvurdering.⁹⁶ Det anføres af Lars Bunch og Ida Rosenberg, at kravet om at den økonomiske bistand skal ske på sædvanlige markedsvilkår medfører en forpligtelse for det centrale ledelsesorgan til at foretage en reel risikovurdering af den konkrete disposition. Det bemærkes hertil, at ledelsen må antages at have en selvstændig interesse heri, da bemærkningerne til SL § 209 endvidere angiver, at manglende overholdelse af betingelserne, alt efter omstændighederne, kan føre til erstatningsansvar hvis der er handlet forsætligt eller uagtsomt.⁹⁷ Det anføres imidlertid af Henrik Kure, at det ikke er angivet, efter hvilken målestok det skal vurderes, om vilkårene er sædvanlige

⁹⁵ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2014, s. 791 ff.

⁹⁶ Bemærkninger til lovforslag L170, FT 2008-09, s.287

⁹⁷ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2014, s. 794.

markedsvilkår. Der kan argumenteres for, at såfremt at de vilkår som tredjemand kan opnå i et pengeinstitut skal være normgivende, vil dette fjerne formålet med lovlig selvfinansiering, da tredjemand i så fald lige så vel kunne opnå finansieringen hos en traditionel långiver. Henrik Kure anfører herom, at andre mulige målestokke kunne være de vilkår, som lovlig selvfinansiering normalt ydes på, eller de vilkår, som anvendes internt i koncernselskaber, om end at disse heller ikke anses for værende oplagte. Det må derfor antages, at det er op til det centrale ledelsesorgan i det konkrete tilfælde at vurdere, hvad der er sædvanlige markedsvilkår, mens selskabets interesser ikke tilsidesættes.⁹⁸ På linje med det ovennævnte af Lars Bunch og Ida Rosenberg, må det antages at være væsentligt at selskabet opnår nogle vilkår, som ud fra rente, risiko og løbetid nogenlunde modsvarer den ydede økonomiske bistand, samt at ledelsen kan dokumentere, at vilkårene har været overvejet og findes sædvanlige på tidspunktet for beslutningen.

6. Efterfinansiering

Efterfinansiering er ikke et udtryk, der findes i selskabsloven, men er et begreb formuleret af Erik Werlauff i UfR 2001 B s. 381, som er udtryk for en samlebetegnelse for en række dispositioner, såfremt at de foretages i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse. Betegnelsen er ofte brugt i praksis, og bliver også anvendt af Højesteret i U 2006.145 H, der behandles nedenfor. Efterfinansiering er et alternativ til reglerne om selvfinansiering i SL §§ 206 – 209. Efterfinansiering kan være i form af efterfølgende udlodning udbytte eller at målselskabets selskabskapital nedsættes. Det er en betingelse for efterfinansiering, at bestemmelserne i selskabslovens kapitel 11 om kapitalafgang iagttages, herunder at det pågældende beløb er forsvarligt i forhold til selskabets eller koncernens, i tilfælde af at selskabet er moderselskab, økonomisk stilling, jf. SL § 179, stk. 2. Målselskabets ledelse er til hver en tid underlagt kravene til at sikre, at selskabet har et forsvarligt kapitalberedskab, jf. SL §§ 115, 116 eller 118 afhængig af den i målselskabet valgte ledelsesstruktur.⁹⁹ Reglerne for lovlig kapitalafgang er udtømmende opregnet i SL § 179, stk. 1, hvorefter selskabets midler kan tilgå kapitalejerne som udbytte, ekstraordinært udbytte, udlodning i forbindelse med kapitalnedsættelse eller udlodning i forbindelse med selskabets opløsning.

⁹⁸ Henrik Kure, Lovlig selvfinansiering, UfR.2011.293, s. 299.

⁹⁹ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s.181 f., Henrik Steffensen, mfl., Transaktioner i selskaber - selskabsret, regnskab og skat, 2014, s. 434 f.

6.1 Udbytte

Det er flere steder i den juridiske litteratur angivet, at formålet med en virksomhedsoverdragelse for erhververen almindeligvis er at forrente sin investering. Det følger endvidere af dette, at målselskabet i sidste ende, på den ene eller anden måde, finansierer sin egen overtagelse. Denne finansiering af transaktioner kan bl.a. ske i form af udlodning af udbytte.¹⁰⁰ Lars Bunch og Ida Rosenberg har i relation til dette angivet, *”at medmindre køberen af et selskab er »Joakim von And«, der har en kæmpe pengetank, så kan pengene til købet af et selskab i sidste ende kun komme et sted fra, nemlig det købte selskab.”* Hertil bemærkes det, at det efter deres opfattelse ikke er meningen at reglerne om selvfinansiering skal hindre dette, men derimod sammen med de øvrige bestemmelser i selskabslovgivningen sætte nogle rammer herfor.¹⁰¹

Lovreglerne for et selskabs udlodning af hhv. ordinært- og ekstraordinært udbytte findes i SL §§ 180-184. Det følger af SL § 180, stk. 1, at det er op til generalforsamlingen at træffe beslutning om udlodning af udbytte. Beslutning om udlodning af udbytte skal træffes med simpelt flertal, jf. SL § 105. Der kan ikke udloddes udbytte for mere, end hvad er foreslået eller tiltrådt af selskabets centrale ledelsesorgan. Det antages at det centrale ledelsesorgan i almindelighed er nærmest til at bedømme selskabets økonomiske stilling, og ved denne bestemmelse har mulighed for at forsvare selskabets langsigtede interesser, mod evt. modstridende interesser fra kapitalejere, der ønsker det højest mulige udbytte. Det følger endvidere heraf, at selskabets centrale ledelsesorgan også med hensyn til udbytte skal iagttage, at beslutningen om udlodning er forsvarlig i forhold til selskabets økonomiske stilling. Den endelige beslutning om udlodning af udbytte træffes af kapitalejerne på generalforsamlingen, og der er således ikke pligt til at udlodde det af ledelsen foreslåede udbytte. Det bør endvidere bemærkes, at såfremt at ledelsen og kapitalejerne er uenige om det foreslåede udbyttes størrelse, vil generalforsamlingen kunne afsætte det centrale ledelses organ eller en del heraf. Det bør dog antages at have begrænset praktisk betydning i forbindelse med virksomhedsoverdragelser, hvor der opnås kontrol med majoriteten af kapitalandelene.¹⁰² Hvis der f.eks. tages udgangspunkt i en LBO, vil den

¹⁰⁰ Se bl.a. Søren Skjerve, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 2009, s.97 f. og Erik Werlauff, *Selvfinansieringsforbud contra lex specialis*, U.2006B.365, s.366.

¹⁰¹ Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2014, s. 754.

¹⁰² Lars Bunch og Ida Rosenberg, *Selskabsloven med kommentarer*, 2014, s.637 ff.

erhvervende kapitalfond formentlig ofte indsætte sine egne folk i selskabets ledelse, således at der er fuld kontrol med processerne.

Det er i SL § 180, stk. 2 angivet, at der til udlodning af udbytte kun kan anvendes selskabets frie reserver. I bestemmelsen omtales overført overskud, der er en fællesbetegnelse for årets resultat og overført overskud fra tidligere år. Det er naturligvis en forudsætning for udlodning af selskabets midler, at det foreslåede udbytte ikke overstiger årets resultat med tillæg eller fradrag af tidligere års resultater. Det er endvidere muligt at udlodde øvrige reserver, der ikke er bundet i henhold til eller vedtægter. Et eksempel på øvrige frie reserver er overkurs, der er indbetalt i forbindelse med stiftelse af selskabet eller en emission. Af bundne reserver kan nævnes selskabskapitalen, som ledelsen er ansvarlig for at der er dækning for jf. SL § 179, stk. 2, 2. pkt. Desuden er den påkrævede reserve for udlån og sikkerhedsstillelse, som selskabet skal postere i medfør af årsregnskabslovens § 35 a, hvis der ydes lovlig selvfinansiering jf. SL § 206, stk. 2, også en bunden reserve og kan således ikke udloddes.¹⁰³

I forhold til udbyttebetaling bør det anføres, at det ikke er et krav at selskabet har likviditet til denne. Det er således muligt for et selskab at optage lån til brug for udbyttebetaling, hvor der f.eks. stilles sikkerhed med selskabets aktiver. Dette sker i praksis bl.a. i forbindelse med debt-push-down. Det er hertil dog et krav, at udlodningen overholder de øvrige betingelser for udbetaling af udbytte, herunder forsvarlighedsvurderingen jf. SL § 179, stk. 2. Ved forsvarlighedsvurderingen skal en bedømmelse af selskabets fremtidige likviditet indgå, ligesom at det er et krav at udlodningen ikke er til fare for selskabet og dets kreditorer, samt at der skal være fuld dækning for selskabets bundne reserver.¹⁰⁴

Reglerne om ekstraordinært udbytte er fastlagt i SL §§ 182-183. De frie reserver, som det er muligt at udlodde som ekstraordinært udbytte, udgøres af det beløb, der kunne udloddes ved den seneste ordinære generalforsamling, med tillæg af de efterfølgende oparbejdede frie reserver. I aktieselskaber er det et krav, at der ved udlodning af ekstraordinært udbytte vedlægges en balance, jf. SL § 183, stk. 1. Såfremt at beslutningen om udlodning af ekstraordinært udbytte træffes inden for en periode på seks måneder fra den seneste ordinære generalforsamling, er det op til det centrale ledelsesorgan at vurdere om det er forsvarligt at vedlægge balancen fra den senest reviderede årsrapport, eller om der skal

¹⁰³ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2014, s.641 ff.

¹⁰⁴ Henrik Kure og Lars Hedegaard Kristensen, Karnovs noter til selskabslovens § 180, note 906 og Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s.182 f.

udarbejdes en mellembalance. Hvis beslutning om ekstraordinært udbytte træffes senere end seks måneder efter den ordinære generalforsamling, er det et krav at der udarbejdes en mellembalance til at påvise, at der er tilstrækkelige midler til rådighed, jf. SL § 183, stk. 2.¹⁰⁵

Hvis målselskabet er børsnoteret er det endvidere relevant at iagttage SL § 184, hvorefter der ikke kan udbetales udbytte til tilbudsgiveren eller dennes nærtstående, i en periode på 12 måneder efter erhvervelsen, medmindre at det i tilbudsdokumentet er oplyst at dette er hensigten.¹⁰⁶ Lars Bunch og Ida Rosenberg angiver kapitalfondes aggressive brug af efterfølgende udbytteudlodninger, som en væsentlig del af baggrunden for denne bestemmelse. Det væsentligste i bestemmelsen må antages at være offentlighedsbestemmelsen, hvorefter der ikke er noget til hinder for at erhververen af selskabet udbetaler udbytte som led i finansieringsplanen, så længe at dette er angivet i tilbudsdokumentet, og derved offentligt kendt.¹⁰⁷

Frem til år 2006, da selvfinansieringsforbuddet var absolut, fandtes en vis usikkerhed om, hvorvidt en udlodning af udbytte umiddelbart efter en erhvervelse af kapitalandele, var i strid med selvfinansieringsforbuddet såfremt at de udloddede midler blev brugt til nedbringelse af akkvisitionsgælden. Dette på trods af, at alle betingelser for udlodningen var opfyldt, og dermed i overensstemmelse med reglerne om lovlig kapitalafgang. Denne tidligere usikkerhed er i høj grad afklaret ved Højesterets afgørelse U 2006.145 H.¹⁰⁸

Denne sag omhandlede salg af et overskudsselskab, Procuritas MBO Invest A/S (herefter kaldet Selskabet). Sagen var anlagt af Skatteministeriet, Told- og Skattestyrelsen, da de mente at der i forbindelse med virksomhedsoverdragelsen var pådraget statskassen et tab på ca. 11,85 mio. kr., som følge af ansvarspådragende selskabstømning. Det skattemæssige aspekt vil imidlertid ikke blive behandlet her, da det ikke findes relevant i relation til den foreliggende efterfinansiering. Transaktionen var struktureret således, at Selskabets porteføljeaktier blev overdraget til dets aktionærer. Herefter bestod selskabets aktiver af en likvid beholdning på ca. 53 mio. kr., mens passiverne bestod af en egenkapital på ca. 40,2 mio. kr. og en skat på 12,9 mio. kr. Aktionærerne afhændede samme dag deres

¹⁰⁵ Henrik Kure og Lars Hedegaard Kristensen, Karnovs noter til selskabslovens § 183, note 916 f. og Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s.183.

¹⁰⁶ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsloven, s. 996 f.

¹⁰⁷ Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2014, s. 754.

¹⁰⁸ Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s.181 f.

aktier i Selskabet til det svenske datterselskab Procuritas AB, for et beløb på 40,2 mio. kr., svarende til Selskabets indre værdi. Samme dag solgte Procuritas AB aktierne i Selskabet til EIC Shipping Holding A/S, for en købesum på 46,7 mio. kr., svarende til egenkapitalens værdi med tillæg af halvdelen Selskabets skatter. Disse transaktioner blev alle foretaget d. 30. december 1993. Efterfølgende blev det på en ordinær generalforsamling d. 3. januar 1994 vedtaget, at Selskabet skulle udlodde udbytte på 42,2 mio. kr. i udbytte til moderselskabet, EIC Shipping Holding A/S. Udbyttet blev delvist anvendt til indfrielse af det akkvisitionslån, som EIC Shipping Holding A/S havde optaget til transaktionen. Der er i denne sag således en nær tidsmæssig sammenhæng i mellem overdragelsen af målselskabet, og den efterfølgende udbyttebetaling, der utvivlsomt er anvendt af erhververen til at nedbringe den til gennemførelse af transaktionen optagne gæld.¹⁰⁹

Højesteret udtalte følgende i relation til efterfinansieringen ved udlodning af udbytte: *"I den samlede plan for overdragelserne den 30. december 1993 – omfattende salget af porteføljeaktierne i Procuritas MBO Invest A/S, salget af alle aktierne i Procuritas MBO Invest A/S til Procuritas AB samt dette selskabs videresalg af disse aktier - var det forudsat, at EIC Shipping Holding A/S' erhvervelse af aktierne i overskudsselskabet i meget væsentligt omfang var baseret på optagelse af lån, der efter købet ville blive indfriet ved, at der skete udlodning fra overskudsselskabet til den nye ejer. På sælgersiden var i hvert fald Procuritas A/S bekendt hermed. Hverken aktieselskabslovens ordlyd eller forarbejder giver fornødent holdepunkt for at antage, at en sådan planlagt efterfinansiering med frie midler, der udloddes i overensstemmelse med aktieselskabslovens § 110, indebærer en overtrædelse af forbuddet mod selvfinansiering i lovens § 115, stk. 2."*¹¹⁰

Højesteret fremhæver således, at det allerede inden transaktionens gennemførelse var kendt, at finansieringen primært var tilvejebragt gennem lånoptagelse, og at der efterfølgende ville blive foretaget udlodning af udbytte med henblik på indfrielse af denne. Det anføres endvidere, at der hverken ud fra aktieselskabslovens ordlyd eller forarbejder er grundlag for at antage, at en i øvrigt lovlig kapitalafgang vil medføre en overtrædelse af selvfinansiering forbuddet. Et af de væsentligste argumenter for, at efterfinansiering ikke anses som værende i strid med selvfinansieringsforbuddet er, at de frie reserver der kan udloddes, tillige kunne være udbetalt som udbytte af de gamle kapitalejere.

¹⁰⁹ Karnov Group, U.2006.145 H, s. 145 f.

¹¹⁰ Karnov Group, U.2006.145 H, s. 170 f.

Ud fra denne betragtning, forringes selskabets kreditorers således ikke ved udlodning til erhververen. Højesterets dom er præjudiciel, og der bør herefter ikke være tvivl om, at selskabslovens regler om lovlig kapitalafgang har forrang overfor selvfinansieringsforbuddet.¹¹¹

6.2 Kapitalnedsættelse

Efterfinansiering i form af udlodning til kapitalejerne i forbindelse med kapitalnedsættelse kan ske efter reglerne i SL §§ 185-193. Desuden skal de generelle betingelser i SL § 179 iagttages, herunder forsvarligheden af kapitalnedsættelsen. Det følger af SL § 186 at beslutning om kapitalnedsættelse kan træffes af generalforsamlingen med den majoritet der kræves til vedtægtsændring jf. SL § 106, altså 2/3 af såvel de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede selskabskapital. Når kapitalnedsættelsen sker med henblik på udbetaling til kapitalejerne, kan der ikke ske udlodning af et større beløb, end det centrale ledelsesorgan har godkendt, jf. SL § 189, stk. 1. Endvidere er der i SL § 191 et ufravigeligt krav om, at beslutningen om kapitalnedsættelsen skal registreres eller anmeldes til registrering, jf. § 9, senest 2 uger efter at der er truffet beslutning herom, da beslutningen ellers mister sin gyldighed. Der skal desuden gøres opfordring til selskabets kreditorer om inden for 4 uger at anmelde deres krav i selskabet, og kapitalnedsættelsen kan således ikke gennemføres før end at denne frist er udløbet, og forfaldne anmeldte krav er fyldestgjort. Desuden skal der stilles betryggende sikkerhed for uforfaldne eller omtvistede krav. Desuden skal selskabet naturligvis opfylde mindstekapitalkravene i SL § 4.¹¹²

¹¹¹ Betænkning nr. 1498/2008 om moderniseringen af selskabsretten, s.511 f.

¹¹² Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 2014, s.183 f.

7. Konklusion

Denne afhandling har haft til formål at belyse de problemstillinger, som opstår i relation til selvfinansieringsforbuddet i selskabsloven ud fra følgende problemformulering: *”Hvilken betydning har selvfinansieringsforbuddet i SL § 206, stk. 1 i forhold til struktureringen af virksomhedsoverdragelser? Hvordan påvirkes de skattemæssige forhold for køber og sælger, i det tilfælde at overdragelsen sker som LBO?”*.

Selvfinansieringsforbuddet har været kritiseret for at være for ufleksibelt, og derved begrænse dispositioner der kunne være økonomisk fordelagtige for selskabet. Dette har bl.a. været en af årsagerne til at det tidligere absolutte selvfinansieringsforbud er blevet lempet.

Selvfinansieringsforbuddet har til formål at beskytte selskabets interessenter, herunder særligt kreditorer og minoritetskapitalejere. Spørgsmålet er imidlertid, hvorvidt selvfinansieringsreglerne kan siges effektivt at beskytte disse hensyn, eller om forbuddet er overflødigt. Betingelserne for lovlig selvfinansiering i medfør af SL § 206, stk. 2, medfører at det centrale ledelsesorgans redegørelse offentliggøres, hvilket betyder at prisen for kapitalandelene også bliver offentligt tilgængelig. Denne offentlighed, kombineret med at ligeretsgrundsætningen i SL § 45 og generalklausulen i SL § 108 finder anvendelse, hvorefter minoritetskapitalejer effektivt vil kunne afværge dispositioner, der favoriserer en majoritetskapitalejer eller tredjemand, vil formentligt betyde at lempelsen ikke får den store betydning i praksis.

Det er flere steder i den juridiske litteratur anført, at enhver majoritetsoverdragelse medfører, at målselskabet i sidste ende skal finansiere sin egen overtagelse. Dette må antages at være korrekt, da den forrentning som en erhverver af et kapitalselskab får af sin investering, hidrører fra målselskabets drift. Hvad enten dette sker i form af udlodning af likvide midler umiddelbart efter transaktionen eller ved løbende udbyttebetalinger, vil det fremtidige cash flow, der afbetaler akkvisitionsgælden i et eller andet omfang komme fra målselskabet selv.

Retstilstanden angående efterfinansiering er fastslået i U. 2006.145 H, hvor Højesteret tilkendegav, at der intet er til hinder for at der ved en efterfølgende disposition sker udbetaling af midler til de nye kapitalejere. Hertil forudsættes det naturligvis, at dispositionen overholder de formelle regler hertil, f.eks. reglerne om ordinært udbytte i SL §§ 180-181. Det følger endvidere heraf, at ledelsen til hver en

tid er ansvarlig for at sikre, at selskabet er i forsvarligt kapitalberedskab. Det bemærkes hvad dette angår også at de frie reserver i selskabet, som kan udloddes som udbytte, tilsvarende kunne være udbetalt til de af de tidligere kapitalejere. Herved ville købesummen have været reduceret, og finansieringsbehovet tilsvarende mindre.

Ved valget mellem lovlig selvfinansiering og efterfinansiering, kan der argumenteres for at førstnævnte vil være bedst for selskab. Dette er ud fra betragtningen om, at der ved ydelsen af lån som lovlig selvfinansiering ikke sker en definitiv afgang af kapitalen, da det er forudsat at lånet tilbagebetales, mens det for så vidt angår sikkerhedsstillelse blot er tale om en latent forpligtelse, der kun realiseres i tilfælde af at tredjemand ikke kan og overholde sine forpligtelser over for långiver. Således forringer dette ikke selskabets soliditet. Omvendt sker der ved udlodning af selskabets midler en definitiv afgang af kapitalen fra selskabet. En væsentlig fordel ved efterfinansiering er imidlertid, at det er en simpel løsning, kapitalejeren kan hermed mindske egne forpligtelser.

Når der i forbindelse med en kapitalfonds erhvervelse af et målselskab sker en debt-push-down, hvorefter målselskabet gældsættes, har dette flere konsekvenser. Fremmedfinansieringen belaster selskabets likviditet og kan virke begrænsende for selskabets udvikling. Endvidere forringes selskabets kapitalberedskab, hvilket kan medføre øget risiko for at selskabets kreditorer lider tab, hvis ikke selskabet kan generere tilstrækkelig driftsindtjening. For sælger er en majoritetsoverdragelse ved afståelse af kapitalandele fordelagtig, da avance på kapitalandele oftest er skattefri. Køber kan efterfølgende udnytte rentefradraget fra akkvisitionsfinansieringen, i det omfang at det ikke bliver omfattet af fradragsbegrænsningerne i SEL §§ 11, 11B og 11C.

Det kan slutteligt konkluderes, at målselskabet i sidste ende selv finansierer dets overtagelse. Spørgsmålet er blot, hvorledes dette sker, og hvilken betydning dette har for dets interessenter.

8. Litteraturliste

Bøger:

Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, Fra Boss til leveraged buyouts, 1. udgave, Forlaget Thomson, 2007.

Carsten Munk-Hansen, Retsvidenskabsteori, 1. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2014

Erik Werlauff, Selskabsskatteret 2016/17, 18. udgave, Karnov Group Denmark A/S, 2016.

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

Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren, Køb og salg af virksomheder, 5. udgave, Nyt Juridisk Forlag, 2014.

Karsten Gianelli, David Sander Hjortsø, Thomas Hjortkjær Petersen, Nikolaj Salling, Jannik Ettrup Zeuthen, Køb og salg af virksomheder – en håndbog, 1. udgave, Karnov Group Denmark A/S, 2016.

Lars Bunch og Ida Rosenberg, Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, Karnov Group Denmark A/S, 2014

Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen, Kapitalejerlån og selvfinansiering, 1. udgave, Karnov Group Denmark A/S, 2014.

Peter Blume, Retssystemet og juridisk metode, 3. udgave, Økonom- og Juristforbundets Forlag, 2016.

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

Artikler:

Mads Ilum og Bjørn Krog Andersen, Akkvisitionsfinansiering – herunder debt-push-down i et selskabsretligt perspektiv, Erhvervsjuridisk Tidsskrift, år 2007 nr. 4, s.1.

Henrik Kure, Lovlig selvfinansiering, Ugeskrift for Retsvæsen, år 2011, s. 293.

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

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

Lars Bunch og Jan-Christian Nilsen, Selskabslovgivningens forbud mod selvfinansiering, Revision og Regnskab, år 2008 nr.12, s.34

Webside:

Lovforslag til selskabsloven, L170, Folketingstidende 2008-09.

http://www.ft.dk/samling/20081/lovforslag/l170/html_som_fremsat.htm