

Selvfinansiering og selskabsretlige alternativer hertil

Kandidatspeciale | 10. semester | Cand.merc.jur.

Nicolai Winberg Kjergaard Madsen

15. maj 2025



Titelblad

Dansk titel	Selvfinansiering og selskabsretlige alternativer hertil
English title	Financial assistance by a company for acquisition of its shares by a third party
Forfatter	Nicolai Winberg Kjergaard Madsen
Studie nummer	20204634
Uddannelse	Erhvervsøkonomi-jura / cand.merc.jur.
Vejleder	Gitte Søgaard
Afleveringsdato	15. maj 2025
Antal anslag	129.503

Abstract

The Danish Companies Act contains a prohibition against financial assistance which restricts both direct and indirect financial assistance by a company when a third party seeks to acquire shares in the company itself or in its parent company. The prohibition was originally introduced for national purpose, but has since been incorporated into EU law, leading to a gradual harmonization of Danish legislation. The prohibition against financial assistance was initially absolute but was later relaxed following the adoption of Directive 2006/68/EF due to widespread criticism. The Directive now allows companies to provide financial assistance under certain conditions.

In practice, the conditions that companies must meet to provide financial assistance are considered restrictive and difficult to follow. This is due to, among other factors, the requirement that any financial assistance must be granted on market terms and that the purchase price for the shares must be disclosed. As a result, alternative corporate law arrangements have been used over time, enabling a company's funds to be used as part of a share acquisition.

One of the fundamental principles of the Danish Companies Act concerns how companies may and can dispose of their assets, with the aim of protecting creditors and other stakeholders from economic losses. This master's thesis seeks to explore whether these alternative corporate-law arrangements conflict with the prohibition against financial assistance in Section 206(1) of the Companies Act. To address the thesis's objective, both legislative documents and previous case law will be reviewed and analyzed.

Firstly, the thesis observes that dividend distributions and capital reductions have the character of *lex specialis* and therefore take precedence over the prohibition against financial assistance, regardless of whether such measures are carried out before or after a share transfer. The thesis further argues that mergers should, based on the same principle, be considered *lex specialis*, but emphasizes that the ultimate interpretation must await the courts' rulings.

Based on a comparison between the purpose of the prohibition against financial assistance and the capital protection rules in the alternative arrangements, the thesis demonstrates that creditor protection is at least as effective under these alternatives as it is in the legal financial assistance. The thesis therefore concludes that the alternative corporate law arrangements are not in conflict with the prohibition against financial assistance in Section 206(1) of the Danish Companies Act.

Indholdsfortegnelse

Kapitel 1	Introduktion	6
1.1	Indledning	6
1.2	Problemformulering.....	8
1.3	Afgrænsning.....	8
1.4	Metode.....	9
Kapitel 2	Overdragelsesmåder	12
2.1	Kapitaloverdragelse	12
2.2	Substansoverdragelse.....	13
2.3	Fusion	14
2.4	Spaltning	15
Kapitel 3	Selvfinansieringsforbuddets retsgrundlag i DK og EU	16
3.1	Forstået i dansk ret af aktielovskommissionen – Betænkning nr. 362/1964	16
3.2	Revision af aktieselskabslovgivningen – Betænkning nr. 540/1969	17
3.3	Selvfinansieringsforbuddet indført i dansk ret – Lov nr. 370 og 371 af 13. juni 1973.....	19
3.4	Det EU-retlige rationale	21
3.4.1	SLIM-gruppen	22
3.4.2	HLG-gruppen	22
3.4.3	Ændringsdirektivet og selskabsdirektivet – Nuværende ordlyd	23
3.5	Modernisering af selskabsretten i 2008 – Betænkning nr. 1498/2008.....	24
Kapitel 4	Selvfinansieringsforbuddet i gældende ret	26
4.1	Forbuddet generelt – SL § 206	26
4.2	Forbuddets anvendelsesområde	27
4.2.1	Personkreds (hvem er omfattet af forbuddet?).....	27
4.2.2	Moderselskabet	28
4.2.3	Hvem er undtaget af forbuddet?	29
4.2.4	Stille midler til rådighed	30
4.2.5	Yde lån.....	33
4.2.6	Stille sikkerhed	34
4.2.7	Forbuddets tidsmæssige afgrænsning – ”Forbindelseskra”	35
4.3	Konsekvens ved overtrædelse	37
4.4	Lovlig selvfinansiering	39
Kapitel 5	Anvendelse af målselskabets midler.....	41
5.1	Kapitalafgangsreglerne.....	41
5.1.1	Udlodning af udbytte	41
5.1.2	Kapitalnedsættelse	42
5.1.3	Tilbagebetaling	42
5.2	Lex generalis ctr. lex specialis	43
5.2.1	Gennemgang af TfS 2004.623Ø (Digidan)	45
5.2.2	Gennemgang af U.2006.145H (Procuritas)	47

5.3	<i>Forudgående selvfinansiering</i>	48
5.3.1	Frasalg af aktiver	49
5.3.2	Udbytteudlodninger	50
5.3.3	Kapitalnedsættelser	52
5.4	<i>Efterfinansiering</i>	52
5.4.1	Udbytteudlodninger	53
5.4.1.1	Debt push down i praksis	53
5.4.2	Kapitalnedsættelser	55
5.4.3	Fusion / spaltning	55
Kapitel 6	Perspektivering til ophævelsen af forbuddet mod kapitalejerlån	58
6.1	<i>Dagældende §§ 210-212</i>	58
6.2	<i>Ophævelsen af §§ 210-212</i>	60
6.3	<i>Forholdet til selvfinansiering</i>	61
Kapitel 7	Konklusion	64
Kapitel 8	Litteraturliste	66
8.1	<i>Bøger</i>	66
8.2	<i>Tidsskrifter</i>	66
8.3	<i>Lovgivning og lovforarbejder (motiver)</i>	67
8.3.1	Betænknings	67
8.3.2	Folketingstidende	67
8.3.3	Love m.v.	67
8.3.4	Lovforslag	67
8.3.5	Bekendtgørelser	68
8.3.6	EU-direktiver og EU-forslag	68
8.4	<i>Domme, afgørelser og kendelser</i>	68
8.5	<i>Rapporter</i>	69

Kapitel 1 Introduktion

1.1 Indledning

I Danmark og resten af EU er selskabsretten et centralt værktøj til at sikre en balanceret ramme for erhvervslivet. Formålet med den danske selskabslovgivning er at skabe klare og effektive rammevilkår, som både fremmer vækst, innovation og konkurrenceevne uden at gå på kompromis med beskyttelsen af kapitalejerne, kreditorerne og andre interessenter.¹

Et af de mange aspekter i selskabsretten er reguleringen af, hvordan kapitalselskaber må og kan disponere over deres midler med henblik på at beskytte kreditorerne og andre interessenter i kapitalselskabet. Her begrænser selskabsretten delvist kapitalselskabernes mulighed for frit at anvende selskabskapitalen efter eget skøn. Et andet aspekt er reguleringen af, hvordan kapitalselskaber kan overdrages, hvor kapitalejeren enten afgiver kontrollen over kapitalselskabet eller visse aktiver til en tredjemand. Overdragelser af kapitalselskaber kan i dansk ret ske gennem kapitaloverdragelse, substansoverdragelse², fusion eller spaltning. Fælles for overdragelsesmåderne er, at den nye kapitalejer må stille finansiering til rådighed for købet enten i form af egenkapital, fremmedfinansiering eller en kombination af begge.³

Netop spørgsmålet om finansieringskilder er afgørende for overdragelsesprocessens struktur og risiko. Det sker alligevel sjældent, at en køber har hele den fornødne kapital til rådighed, hvorfor det ofte er nødvendigt at inddrage fremmedfinansiering, der typisk ydes af pengeinstitutter.⁴ Fremmedfinansiering vil medføre betydelige omkostninger alt efter hvilke risici, der er forbundet med overdragelsen, samt hvordan markedsvilkårene er på det aktuelle tidspunkt. For at reducere disse omkostninger opstår spørgsmålet om, hvorvidt det er muligt at få målselskabet til at yde økonomisk bistand til erhvervelsen af kapitalselskabet. Her opstår der imidlertid en juridisk konflikt med det førstnævnte aspekt i selskabsretten, navnlig om der fortsat består en tilstrækkelig beskyttelse af kreditorerne og andre interessenter i kapitalselskabet, såfremt der ydes en økonomisk bistand til den nye køber.

¹ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 15-17.

² I nærværende speciale anvendes ”substansoverdragelse” frem for ”aktivoverdragelse”.

³ Egholm Hansen, J., Lundgren, C., & Nørremark, M. (2024). *Køb og salg af virksomheder*. (7. udg.). Djøf, s. 698.

⁴ Ibid., s. 699.

For at undgå, at et kapitalselskabs eget kapitalgrundlag undermineres til skade for kreditorer og minoritetsaktionærer, indeholder selskabsloven (SL) et selvfinansieringsforbud i § 206.

Selvfinansieringsforbuddet begrænser kapitalselskabets adgang til direkte og indirekte at yde økonomisk bistand i forbindelse med tredjemands erhvervelse af kapitalselskabet selv eller dets moderselskab. Forbuddet omfatter ikke kun klassiske lån, men begrænser også målselskabets mulighed for at stille sikkerhed eller midler til rådighed.

Forbuddet mod selvfinansiering, som det står i dag, er ikke kun funderet på et nationalt grundlag i Danmark, men er i større grad blevet påvirket af EU-retten. Særligt efter vedtagelsen af EU's 2. selskabsdirektiv 77/91/EØF af 13. december 1976⁵, hvor medlemsstaterne blev forpligtet til at inkorporere et absolut forbud mod selvfinansiering for aktieselskaber i den nationale ret. Efterfølgende vedtog EU et ændringsdirektiv, 2006/68/EF af 6. september 2006⁶, som gav medlemsstaterne mulighed for at lempe det absolutte forbud, såfremt visse krav blev iagttaget.

Muligheden for lovlig selvfinansiering blev i dansk ret implementeret i § 206, stk. 2. De opstillede betingelser for lovlig selvfinansiering vanskeliggør dog anvendelsen i praksis, hvorfor der gennem tiden har været anvendt andre selskabsretlige dispositioner for at gennemføre virksomhedsoverdragelserne.⁷ Dette gælder eksempelvis udlodning af udbytte, kapitalnedsættelse og fusion henholdsvis forudgående og efterfølgende. Anvendelsen af ovenstående dispositioner kan muligvis bidrage til at opnå en tilsvarende økonomisk virkning som enten direkte eller indirekte økonomisk bistand, hvorfor det findes relevant at afsøge, om anvendelse af disse i realiteten er i strid med selvfinansieringsforbuddet i selskabslovens § 206, stk. 1.

⁵ Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976

⁶ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/68/EF af 6. september 2006.

⁷ Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 134.

1.2 Problemformulering

Ved anvendelse af dispositioner som udlodning af udbytte, kapitalnedsættelse, fusion og frasalg af aktiver i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse kan der i visse tilfælde rejses tvivl om, hvorvidt midlerne reelt stilles til rådighed for køberen og dermed udgør ulovlig selvfinansiering efter selskabslovens § 206. På denne baggrund analyserer specialet, i hvilket omfang sådanne dispositioner kan anvendes som reelle og lovlige alternativer til selvfinansiering uden at tilsidesætte det grundlæggende formål om beskyttelse af selskabets kapitalberedskab og kreditorerne. Dette fører til følgende problemformulering:

Hvordan kan en række selskabsretlige dispositioner anvendes som reelle og lovlige alternativer til selvfinansiering i henhold til selskabslovens § 206?

For at besvare problemformuleringen vil følgende arbejdsspørgsmål inddrages som analytiske holdepunkter i specialets løbende behandling af emnet. Spørgsmålene behandles således ikke hver for sig eller i en særskilte afsnit, men integreres i den samlede analyse:

- Hvad er anvendelsesområdet af selvfinansieringsforbuddet i selskabslovens § 206?
- Hvordan bidrager kapitalafgangsreglerne til at realisere selvfinansieringsforbuddets overordnede formål?
- Hvilke hensyn ligger bag opretholdelsen af selvfinansieringsforbuddet, på trods af ophævelsen af forbuddet mod kapitalejerlån?

1.3 Afgrænsning

Dette kandidatspeciale har til formål at undersøge det danske selvfinansieringsforbud i selskabslovens § 206 og de tilhørende spørgsmål omkring målselskabets anvendelse af egne midler i forbindelse med en overdragelse af kapitalandele. Overdragelse af selskaber er en kompleks og langtrukken proces, hvor mange juridiske områder berøres. Af hensyn til omfanget af specialet vil det derfor ikke være muligt at inddrage samtlige juridiske områder, ej heller samtlige problemstillinger der opstår på baggrund af selvfinansieringsforbuddet. Af den grund foretages der en række afgrænsninger, der enten ikke findes relevant i forhold til at besvare den opsatte problemformulering, eller vurderes at bidrage med nyttig viden.

Indledningsvist vil specialet tage udgangspunkt i kapitaloverdragelser mellem to danske kapitalselskaber (juridiske personer), idet selvfinansieringsforbuddet ikke finder anvendelse ved substansoverdragelser. Substansoverdragelser gennemgås dog kort for at fastlægge, at forbuddet ikke gælder for disse typer af overdragelser. Transaktioner med udenlandske moderselskaber behandles kun overordnet, hvorimod tilfælde, hvor modparten er en fysisk person eller et udenlandsk datterselskab, ikke behandles nærmere. Skatte-, børs-, moms- og regnskabsmæssige konsekvenser ved overdragelser ligger uden for specialets fokus, hvilket også gør sig gældende for refinansiering efter overtagelsen, koncerninterne lån og cash pool-ordninger.

Kapitalafgangsreglerne i selskabslovens kapitel 11 behandles ikke dybdegående, dog vil enkelte bestemmelser blive inddraget hvor det findes nødvendigt for at forstå forholdet mellem selvfinansiering, forudgående finansiering og efterfinansiering. Hertil tilskyndes det, at læseren i forvejen har et vist kendskab til de selskabsretlige krav for kapitalafgang.

Siden Danmarks indtræden i EU er den danske selskabsret i stigende grad blevet påvirket og harmoniseret gennem EU-direktiver. For at belyse i hvilket omfang de danske regler om selvfinansiering er formet af EU-retten, vil relevante EU-direktiver blive gennemgået. Der vil dog blive foretaget en afgrænsning i forhold til EU-domstolens retspraksis, idet fokus fastholdes på kapitaloverdragelser mellem to danske kapitalselskaber og dansk retspraksis.

Forholdet mellem selvfinansieringsforbuddet og det tidligere forbud mod kapitalejerlån vil blive omtalt i specialet. Med afsæt i specialets formål og omfang vil de tidligere kapitalejerlårsregler dog ikke dybdegående blive behandlet. Ligeledes vil specialet ikke belyse den tidligere problemstilling i forhold til en *lex generalis* og *lex specialis* vurdering mellem selvfinansiering og kapitalejerlån, da sidstnævnte er ophævet.

1.4 Metode

Dette speciale er udarbejdet med formålet at undersøge det danske selvfinansieringsforbud i selskabslovens § 206 og de tilhørende spørgsmål omkring målselskabets anvendelse af egne midler i forbindelse med en overdragelse af kapitalandele. Til besvarelse af specialets formål vil den retsdogmatiske metode hovedsageligt anvendes sammen med retskildelæren. Begge metoder er en del af retsvidenskaben.⁸ Den retsdogmatiske metode, hvis formål er at identificere og analysere

⁸ Tvarnø, C. D., & Nielsen, R. (2017). *Retskilder og retsteorier* (5. reviderede udg.). Jurist- og Økonomforbundet, s. 27.

gældende ret, bygger på en systematisk beskrivelse, fortolkning og analyse af relevante retskilder inden for emnet.⁹ Gældende ret (de lege lata) skal forstås som resultatet af den retsvidenskabelige analyse, der fastlægger hvad retten er.¹⁰

For at kunne fastlægge gældende ret er det nødvendigt at vurdere de relevante retskilder, jf. retskildelæren. Retskildelæren omhandler, hvordan retskildernes indhold samt indbyrdes rangering bør fastlægges.¹¹ Retskilder kan overordnet set opdeles i to hovedkategorier; (i) regulering og (ii) praksis. Regulering består bl.a. af EU-ret, national ret, love, bekendtgørelser samt soft law. Praksis består derimod bl.a. af retspraksis, administrativ praksis, retssædvaner og aftalepraksis. Inden for retskildelæren findes der som udgangspunkt ingen rangorden mellem regulering og praksis i modsætning til den retsdogmatiske metode, hvor regulering anvendes inden praksis. I retskildelæren findes der dog en rangorden inden for regulering på baggrund af lex superior-princippet. Her har EU-retten forrang for national ret efterfulgt af grundloven, almindelige love, bekendtgørelser m.v.¹²

Fastlæggelsen af gældende ret bygger således på en analyse og gennemgang af forskellige retskilder, hvor det er væsentligt at vurdere de forskellige retskilders rangorden mod hinanden. I specialet vil følgende retskilder anvendes: EU-direktiver, nationale love, bekendtgørelser, lovforarbejder, retspraksis, kendelser og administrative afgørelser fra henholdsvis Erhvervsankenævnet og Erhvervsstyrelsen. Den eksisterende retspraksis inden for specialets emnefelt er generelt begrænset, hvilket formentlig kan tilskrives den fortrolige karakter af transaktionerne, hvor parterne ikke ønsker indholdet ført frem ved domstolene og i sidste ende offentligheden.

Lovgivning vil udgøre den primære retskilde med særligt fokus på selskabslovens regler om selvfinansiering, udlodning af udbytte, kapitalnedsættelse og fusion. Derudover vil de underliggende EU-retlige direktiver også udgøre en væsentlig retskilde, herunder direktiv (EU) 2017/1132 om visse aspekter af selskabsretten. Yderligere vil der til forståelsen af de forskellige bestemmelsers formål og anvendelsesområde blive inddraget de forskellige forarbejder og betænkninger, der vedrører den danske selskabslov.

⁹ Ibid., s. 29.

¹⁰ Ibid., s. 30.

¹¹ Ibid., s. 29.

¹² Ibid., s. 33.

Hertil vil den juridiske litteratur anvendes som fortolkningsbidrag navnlig i de tilfælde, hvor de traditionelle retskilder ikke giver et entydigt svar eller hvor praksis er sparsom. Det bemærkes, at juridisk litteratur ikke udgør en egentlig retskilde og derfor alene anvendes som et fortolkningsbidrag.

Specialet vil yderligere sondre til retshistorien for at opnå en forståelse og klarlægge de bagvedliggende hensyn, der er taget gennem udviklingen af selvfinansieringsforbuddet samt det tidligere forbud mod kapitalejerlån. Retshistorie omfatter behandling af tidligere gældende ret og hvordan denne eventuelt har haft indflydelse på senere ret.¹³

¹³ Ibid., s. 31.

Kapitel 2 Overdragelsesmåder

Dette kapitel har til formål at redegøre for de forskellige overdragelsesmåder, der kan anvendes i forbindelse med virksomhedsoverdragelser. Kapitlet søger ikke at foretage en udtømmende gennemgang af hver enkelt overdragelsesmåde, men søger derimod at skabe et overblik og give en grundlæggende forståelse for forskellen mellem overdragelsesmåderne.

Indledningsvist må det påpeges, at der bør sondres mellem begreberne ”*selskab*” og ”*virksomhed*”. Et selskab er en selvstændig juridisk person, der er stiftet efter selskabslovens formkrav. En virksomhed består derimod af de erhvervsmæssige og værdiskabende aktiviteter i form af henholdsvis aktiver og passiver. Selskabet kan således siges at være den ydre ramme, mens virksomheden er den indre økonomiske substans.¹⁴ I nærværende speciale anvendes begrebet ”*virksomhedsoverdragelse*” som en samlet betegnelse for det at overdrage selskaber eller virksomheder.

Grundlæggende er der to måder, hvorpå en virksomhed kan overdrages fra sælger til køber, navnlig kapitaloverdragelse og substansoverdragelse. Ved kapitaloverdragelse overdrages aktierne eller anparterne i målselskabet til køberen, hvorved målselskabet som juridisk enhed består uændret, mens ejerskabet skifter. Ved substansoverdragelse overdrages målselskabets aktiver og eventuelt passiver direkte til køberen. Udover de to grundlæggende overdragelsesmåder findes der også andre typer af transaktioner, hvorpå kontrollen af en virksomhed overdrages, herunder fusion og spaltning.¹⁵

2.1 Kapitaloverdragelse

Som nævnt ovenfor vil aktierne eller anparterne i målselskabet blive overdraget til køberen ved en kapitaloverdragelse. Køberen indtræder således i sælgers retsstilling og målselskabet som juridisk enhed fortsætter uændret. Da målselskabet juridisk forbliver uændret uden kreditor- eller debitorskifte, vil målselskabet som udgangspunkt kunne videreføre sine eksisterende kontraktforhold, ansættelsesforhold og eventuelle tilladelser.¹⁶ At målselskabets som udgangspunkt kan videreføre sine kontraktforhold, må anses som en væsentlig fordel, da køberen undgår at skulle genforhandle centrale aftaler, hvilket sikrer den fortsatte drift i målselskabet og samtidig reducerer omkostningerne ved overtagelsen.

¹⁴ Werlauff, E. (2019). *Selskabsret*. (11. udg.). Karnov Group, s. 209.

¹⁵ Egholm Hansen, J., Lundgren, C., & Nørremark, M. (2024). *Køb og salg af virksomheder*. (7. udg.). Djøf, s. 71.

¹⁶ Ibid., s. 71.

Der kan dog i visse tilfælde, særligt i målselskabets vigtigste kontrakter, være aftalt en ”*change-of-control*”-klausul, der muliggør, at medkontrahenten kan bringe en aftale til ophør eller kræve genforhandling som følge af et kontrolskifte i målselskabet. En kapitaloverdragelse kan endvidere også være forbundet med betydelige risici, da køberen ligeledes indtræder i sælgers forpligtigelser over for eksempelvis skattemyndigheder eller leverandøraftaler i forbindelse med den hidtidige drift af målselskabet.¹⁷

Ved en kapitaloverdragelse vil købesummen tilfalde de hidtidige kapitalejere, da det alene er ejerskabet af kapitalandelene der ændres. Dette gælder modsætningsvist ved substansoverdragelse, jf. nedenfor i afsnit 2.2. Afslutningsvis er det vigtigt at forholde sig til de relevante bestemmelser i selskabsloven vedrørende eksempelvis forkøbsret eller samtykkekrav efter vedtægterne (SL §§ 67-68) og indløsningsret/-pligt (SL §§ 70–73). Da specialet ikke har til formål at afdække selskabslovens videre bestemmelser om krav og pligter i forhold til en virksomhedsoverdragelse, vil dette ikke blive gennemgået yderligere.

2.2 Substansoverdragelse

Ved anvendelse af en substansoverdragelse, vil køber overtage udvalgte aktiver og eventuelt passiver fra målvirksomheden. Aktiverne vil typisk omfatte dele af en virksomhed, driftsmidler, ejendomme, lagerbeholdning eller immaterielle rettigheder. Fordelen ved substansoverdragelse er, at køberen aktivt kan fravælge uønskede forpligtelser og dermed vælge de aktiver, der ønskes. Dette giver en bedre mulighed for at isolere visse risici fra den hidtidige drift. Dog kan visse forpligtelser, for eksempel til målvirksomhedens lønmodtagere, ikke fraskrives, jf. virksomhedsoverdragelsesloven, som kun gælder ved arbejdsgiverskifte i forbindelse med substansmodellen.¹⁸ Da der ikke sker en egentlig ændring af målselskabet som juridisk enhed ved kapitaloverdragelse, vil loven ikke finde anvendelse i sådanne tilfælde. Ulempen ved substansoverdragelse er, at overdragelsen vil kræve genforhandling af individuelle aftaler og samtykke, hvorfor processen bliver mere kompleks og tidskrævende. Ved substansoverdragelse er det væsentligt at bemærke, at sælgeren er målvirksomheden selv, hvorfor købesummen vil tilfalde det sælgende selskab/målvirksomheden.

I relation til selvfinansiering fremgår det af ordlyden i SL § 206, stk. 1, at et kapitalselskab ikke må stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af ”*kapitalandele*”.

¹⁷ Ibid., s. 71.

¹⁸ Ibid., s. 391.

Herefter gælder der ikke noget forbud mod, at målvirksomheden kan overdrage aktiver til tredjemand og i forlængelse heraf yde lån, stille sikkerhed eller på anden vis stille midler til rådighed uden, at det er omfattet af selvfinansieringsforbuddets anvendelsesområde.¹⁹ Dog er det væsentligt at være opmærksom på selskabslovens regler om utilbørlige dispositioner (SL § 127, stk. 1) og forsvarlighed i kapitalberedskabet (SL § 115, stk. 1, nr. 5), særligt i situationer hvor samtlige af målvirksomhedens aktiver overdrages, hvorefter kun passiver i form af gæld samt egenkapitalen er tilbage. På baggrund af ovenstående vil overdragelser efter substansmodellen ikke yderligere blive beskrevet.

2.3 Fusion

Som alternativ til kapital- og substansoverdragelse kan to eller flere selskaber vælge at lade sig fusionere efter reglerne i selskabslovens kapitel 15, hvorved der sker en hel eller delvis overgang af kontrollen i målselskabet. En fusion kan gennemføres på to måder; enten ved at to eller flere hidtidige selvstændige kapitalselskaber sammensmeltes til ét nyt kapitalselskab (egentlig fusion), jf. SL § 236, 2. pkt., eller ved, at et eller flere kapitalselskaber opløses uden likvidation gennem overdragelse af kapitalselskabets aktiver og forpligtelser til et allerede eksisterende kapitalselskab (uegentlig fusion), jf. SL § 236, 1. pkt.²⁰

Uanset om fusionen gennemføres som en egentlig eller uegentlig fusion, vil fusionen medføre universalsuccession, hvorefter kreditorerne, der før havde et krav mod det ophørende selskab, nu kan rette kravet mod det fortsættende selskab, jf. SL kapitel 15.²¹ Såfremt en kreditor eller anden aftalepart ikke ønsker, at kravet kan overgå til en ny debitor, kan der ved aftaleindgåelsen fastlægges en fusionsklausul, hvorefter selskabets ophør som følge af fusion anses for forfaldsgrund.²² En sådan klausul har væsentlige lighedspunkter med en ”*change-of-control*”-klausul.

Anvendelsen af en fusion i forbindelse med virksomhedsoverdragelse kan indebære visse fordele, herunder, at en fusion kan gennemføres med 2/3 flertal på en generalforsamling samt, at der automatisk indtræder kreditor- og debitorskifte uden, at kreditorerne som udgangspunkt kan gøre indsigelser, jf. SL §§ 246–247 og § 236, 3. pkt.²³ Hertil er det væsentligt at nævne, at fusionsreglerne indeholder en kreditorbeskyttelse, hvorefter der som udgangspunkt udarbejdes en

¹⁹ Ibid., s. 72.

²⁰ Werlauff, E. (2019). *Selskabsret*. (11. udg.). Karnov Group, s. 811.

²¹ Ibid., s. 802.

²² Ibid., s. 830.

²³ Egholm Hansen, J., Lundgren, C., & Nørremark, M. (2024). *Køb og salg af virksomheder*. (7. udg.). Djøf, s. 115.

vurderingsmandsudtalelse, der tager stilling til, hvorvidt kreditorerne i hvert enkelt selskab må anses for tilstrækkeligt sikrede efter fusionen, jf. SL § 242, 1. pkt. Dog har kapitalejerne mulighed for, ved enighed, at fravælge denne vurderingsmandsudtalelse og i stedet lade kreditorerne, senest fire uger efter offentliggørelsen, anmelde deres fordringer til selskabet, jf. SL §§ 242, 2. pkt. og 243, stk. 1.²⁴ De nærmere selskabsretlige regler vedrørende fusion, herunder krav til fusionsplan, fusionsredegørelse og eventuel mellembalance, behandles ikke nærmere i dette speciale af hensyn til formålet.

2.4 Spaltning

Foruden de allerede nævnte overdragelsesmåder kan spaltning ligeledes anvendes til at overdrage et kapitalselskabs aktiver og passiver. Spaltning er en selskabsretlig omstrukturering, hvor et kapitalselskab helt eller delvist overdrager sine aktiver og passiver til ét eller flere eksisterende eller nystiftede kapitalselskaber. Ligesom ved fusion findes der to former for spaltning, henholdsvis fuldstændig spaltning og delvis spaltning (også kaldet grenspaltning). Ved fuldstændig spaltning vil kapitalselskabet overdrage alle sine aktiver og passiver som helhed, mens der ved delvis spaltning alene kun overdrages udvalgte dele af aktiverne og passiverne.²⁵

Uanset hvilken type spaltning der gøres brug af, kan spaltningen gennemføres uden kreditorsamtykke, jf. SL § 254, stk. 1, 4. pkt. Beskyttelsen af kreditorernes interesser sikres dog imidlertid gennem krav om en vurderingsmandserklæring om kreditorernes stilling, jf. SL § 260 samt, at kreditorerne kan anmelde deres krav inden for fire uger efter offentliggørelse, jf. SL § 261. Reglerne vedrørende spaltning findes ligeledes i selskabslovens kapitel 15, nærmere § 254-270, men vil af hensyn til specialets formål ikke blive gennemgået yderligere. De nærmere selskabsretlige regler vedrørende spaltning, herunder krav til spaltningsplan, redegørelse og eventuel mellembalance, behandles ikke nærmere i dette speciale af hensyn til formålet.

²⁴ Werlauff, E. (2019). *Selskabsret*. (11. udg.). Karnov Group, s. 821.

²⁵ Ibid., s. 838.

Kapitel 3 Selvfinansieringsforbuddets retsgrundlag i DK og EU

For at forstå selvfinansieringsforbuddets nuværende indhold og anvendelsesområde er det nødvendigt at undersøge forbuddets historiske og retlige rationale. Nærværende kapitel har til formål at redegøre for, hvorfor man har valgt at begrænse kapitalselskabers adgang til at yde økonomisk bistand i forbindelse med tredjemands erhvervelse, hvordan forbuddet har udviklet sig over tid, samt hvilke overvejelser der ligger til grund for den nuværende udformning.

3.1 Forslået i dansk ret af aktielovkommissionen – Betænkning nr. 362/1964

I september 1957 nedsatte det daværende Handelsministerium en kommission med det formål at fremsætte forslag til ændringer til en ny aktieselskabslovgivning, hvor både juridiske og samfundsøkonomiske hensyn skulle tilgodeses.²⁶ Kommissionen fremlagde et forslag om at indføre en § 47 som en supplerende bestemmelse til de allerede eksisterende bestemmelser vedrørende lån til aktionærer. Bestemmelsen i forslaget fik følgende ordlyd:

*”Et aktieselskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller i et selskab, som ejer mere end halvdelen af dets aktiekapital.”*²⁷

Herefter må et aktieselskab ikke yde lån, hvor selve lånet bruges som finansiering til at erhverve aktier i hverken selskabet selv eller i et selskab, hvor mere end halvdelen af dets aktiekapital ejes af selskabet.²⁸ I betænkningen fremgår det, at den foreslåede § 47 falder uden for de øvrige foreslåede bestemmelser vedrørende aktionærlån, men at der er en nær sammenhæng mellem bestemmelserne. Sammenhængen ses særligt, da sådanne lånetransaktioner ofte har medført misbrug og dermed tab for kreditorer og aktionærer.²⁹ Som supplement hertil fremgår det i betænkningen, at bestemmelsen i § 47 navnlig tager hensyn til de *”[...] i praksis forekommende tilfælde hvor en køber - evt. et i dette øjemed stiftet holdingselskab - erhverver samtlige aktier i et selskab på kredit og samtidig opnår et lån i det pågældende selskab til finansiering af købet med den udtrykkelige eller stiltiende aftale, at lånet efter overtagelsen af selskabet skal indfries ved hjælp af det overtagne selskabs midler”*.³⁰

²⁶ Betænkning nr. 362/1964 om revision af aktieselskabslovgivningen, s. 5.

²⁷ Ibid., s. 35.

²⁸ Ibid., s. 131.

²⁹ Ibid., s. 131.

³⁰ Ibid., s. 132.

Endvidere nævner betænkningen, at en tilsvarende bestemmelse findes i den britiske Companies Act section 54.³¹ Dog skal hertil bemærkes, at forbuddet mod selvfinansiering i Storbritannien ikke indeholder samme ordlyd som det forslag, betænkningen fremsætter. Yderligere har forbuddet i Companies Act section 54 været genstand for kritik og blev foreslået revideret af Jenkins Committee i 1962.³² Kritikken gik primært på, at bestemmelsen i Storbritannien lejlighedsvis har skabt en hindring for de "[...] *honest without being a serious inconvenience to the unscrupulous*".³³ Komitéen fandt ligeledes, at misbrugstilfælde kun opstod i et mindretal af sager, hvorfor forbuddet burde revideres, således at det ikke skabte en unødigt byrde for legitime fusioner og opkøb.³⁴

Foruden betænkningens forslag om at indføre § 47, blev den yderligere suppleret op af § 48, der udvidede forbuddet til også at gælde for kaution og anden sikkerhedsstillelse. Betænkningens fremsatte forslag om forbud mod selvfinansiering blev imidlertid ikke vedtaget.

3.2 Revision af aktieselskabslovgivningen – Betænkning nr. 540/1969

De nordiske lande havde gennem en årrække arbejdet hen imod en større fælles forståelse af de selskabsretlige regler for at harmonisere selskabslovgivningen i de nordiske lande. Dette fællesprojekt resulterede i en ny betænkning: Betænkning nr. 540/1969 om en fælles nordisk aktieselskabslovgivning.³⁵ Som nævnt ovenfor blev det fremsatte forslag om indførelsen af forbud mod selvfinansiering i Betænkning nr. 362/1964 ikke vedtaget. Forslaget om et selvfinansieringsforbud blev derfor gentaget i Betænkning nr. 540/1969, hvor det blev foreslået indført i aktieselskabslovens § 115, stk. 4, under følgende ordlyd:

*"Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller dets moderselskab. Ej heller må selskabet stille sikkerhed i forbindelse med sådan erhvervelse."*³⁶

Betænkningen henviste til og citerede samme argumentation som i Betænkning nr. 362/1964 for igen at drøfte et forbud mod selvfinansiering.³⁷ Samtidig blev forbuddet blandt andet også belyst i relation til den såkaldte "Boss"-sag, hvor Betænkning nr. 540/1969 anførte, at *"den her foreslåede regel har*

³¹ Ibid., s. 131.

³² Skjerbek, S. (2009). *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten* (1. udg.). Thomson Reuters, s. 46.

³³ The Report of the Company Law Committee – the Jenkins Committee Cmnd. 1749 (1962) Paragraph 176.

³⁴ Ibid., Paragraph 176.

³⁵ Betænkning nr. 540/1969 om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning, s. 5.

³⁶ Ibid., s. 39.

³⁷ Ibid., s. 159, med henvisning til Betænkning nr. 362/1964 om revision af aktieselskabslovgivningen, s. 132.

for dansk rets vedkommende fået forøget aktualitet og betydning ved det i »Boss«-sagen passerede.»³⁸.

Kort opsummeret omhandler ”Boss”-sagen en virksomhedssammenslutning ”Boss of Scandinavia” (herefter Boss), hvis officielle navn var ”Scandinavian Clothing Industries Ltd”. Sammenslutningen blev i december 1966 etableret som et kommanditselskab, hvor fem mindre konfektionsfabrikker indtrådte som kommanditister. I løbet af 1967 opkøbte Boss yderligere tre konfektionsvirksomheder samt én tekstilvirksomhed.³⁹ Sammenslutningen brød dog sammen den 2. november 1967 efter en ekstraordinær generalforsamling, hvor en likvidation blev besluttet. Konkursbegæring mod selskaberne blev indgivet den 10. november 1967, hvorefter konkursdekretet blev afsagt den 25. november 1967.⁴⁰ Efter konkursen blev der igangsat flere retssager om de begivenheder og dispositioner, der blev foretaget i forbindelse med ”Boss”-sagen.⁴¹ I april 1969 vedtog Folketinget at nedsætte et sagkyndigt udvalg, der blandt andet skulle undersøge om de økonomiske tab kunne være undgået gennem lovændringer eller justeringer i den administrative praksis.⁴² Udvalget udarbejdede og afgav sin endelige betænkning i 1973 – Betænkning nr. 690/1973 om sammenslutningen BOSS OF SCANDINAVIA. Udvalget udtalte sig blandt andet om det foreslåede forbud mod selvfinansiering i Betænkning nr. 540/1969:

”Den anførte regel ville, hvis den havde været gældende i 1967, i hvert fald have vanskeliggjort optagelsen af lån hos Alexander Schoeller til betaling af 1. rate for majoriteten af de stemmeberettigede aktier i Bomuldsspinderierne. Det kan dog næppe siges, at transaktionen af den grund ville have været udelukket; men den ville i hvert fald have gjort det nødvendigt at skjule formålet med lånets optagelse for långiveren. Det kan nemlig ikke antages, at selskabet kan fritages for at opfylde en låneforpligtelse, fordi det långiveren uafvidende har været hensigten at anvende lånet til erhvervelse af aktier i det låntagende selskab.”⁴³

Det anføres, at et forbud mod selvfinansiering kun ville have vanskeliggjort visse lånetransaktioner, men ikke nødvendigvis forhindret dem. Udover dette behandles forslaget om selvfinansieringsforbuddet ikke yderligere i betænkningen på trods af, at Boss-udvalgets opgave var

³⁸ Ibid., s. 159.

³⁹ Betænkning nr. 690/1973 om sammenslutningen BOSS OF SCANDINAVIA, s. 9.

⁴⁰ Ibid., s. 107-108.

⁴¹ U1970.96H, U.1970.795H, U.1970.803H og U.1973.417H.

⁴² Betænkning nr. 690/1973 om sammenslutningen BOSS OF SCANDINAVIA, s. 7.

⁴³ Ibid., s. 130.

at undersøge, om de økonomiske tab kunne være undgået ved lovændringer eller ændringer i den administrative praksis.

Yderligere kan der stilles spørgsmål ved, hvorfor Betænkning nr. 540/1969, der netop genfremsatte forslaget om selvfinansieringsforbud, ikke indeholdte en mere detaljeret beskrivelse af Boss-sagen frem for blot at henvise til den.

Det er særligt værd at bemærke, at det nye forslag om forbud mod selvfinansiering er mere omfattende end den bestemmelse, der blev foreslået i Betænkning nr. 362/1964. Det nye forslag fastslår, at et selskab heller ikke må stille sikkerhed i forbindelse med erhvervelse af dets aktier. Derudover omfatter forbuddet også økonomisk bistand til moderselskabet. En sådan udvidelse af bestemmelsen sikrer, at forbuddet vil omfatte tilfælde, hvor køberen optager lån hos en tredjemand, men hvor målselskabet stiller sikkerhed for lånet. Ligeledes vil udvidelsen omfatte selskaber, der har en kontrolrelation uanset ejerskabsfordelingen af aktiekapitalen.

3.3 Selvfinansieringsforbuddet indført i dansk ret – Lov nr. 370 og 371 af 13. juni 1973

Betænkningens fremsatte forslag om forbud mod selvfinansiering blev denne gang vedtaget og indført ved Lov nr. 370 af 13. juni 1973 om aktieselskaber. Bestemmelsen blev indført i aktieselskabslovens § 115, stk. 4 og dens ordlyd var næsten identisk med den, der blev foreslået i Betænkning nr. 540/1969. Den eneste ændring af ordlyden var indsættelsen af ”[...]aktier eller anparter i [...]”, således den endelige ordlyd blev følgende:

”Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anparter i dets moderselskab. Ej heller må selskabet stille sikkerhed i forbindelse med sådan erhvervelse.”⁴⁴

Ændringen skyldtes, at lovgiver ønskede et generelt forbud mod selvfinansiering, uanset om der var tale om et aktie- eller anpartsselskab.⁴⁵ Forbuddet mod selvfinansiering blev derfor også indført i anpartsselskabslovens § 84, stk. 4 ved Lov nr. 371 af 13. juni 1973 med samme formulering og ordlyd som aktieselskabslovens § 115, stk. 4.

Forbuddet mod selvfinansiering blev ved lov nr. 282 af 9. juni 1982 flyttet fra aktieselskabslovens § 115, stk. 4, til § 115, stk. 2. Sammen med flytningen af bestemmelsen blev forbuddet også udvidet,

⁴⁴ Folketingstidende 1972-73 Tillæg C, spalte 1717.

⁴⁵ Folketingstidende 1972-73 Forhandlingerne, spalte 3098.

således at selskaber ikke længere måtte "*stille midler til rådighed*" i forbindelse med en erhvervelse af selv samme selskab. Ændringen af forbuddet fik følgende ordlyd i § 115, stk. 2:

"Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anparter i dets moderselskab. Et selskab må heller ikke stille midler til rådighed eller sikkerhed i forbindelse med sådan erhvervelse."^{46 47}

Ved fremsættelsen af lovforslaget om ændring af aktieselskabsloven blev det udtalt, at forslaget havde to formål; dels at gennemføre det 2. og 3. selskabsretlige direktiv, og dels at foretage ændringer på udvalgte områder baseret på erfaringer fra en tidligere revision.⁴⁸ Yderligere fremgår det af bemærkningerne til lovforslaget, at § 115, stk. 2, opretholder forbuddet i § 115, stk. 4, dog med en ændring i ordlyden, således at den er i overensstemmelse med EU's 2. selskabsdirektiv 77/91/EØF af 13. december 1976 (kapitaldirektivet), artikel. 23, stk. 1, nr. 1.⁴⁹

Ud over ændringen af ordlyden i selvfinansieringsforbuddet valgte lovgiverne at indsætte samme undtagelse som fandtes i EU's 2. selskabsdirektiv, artikel. 23, stk. 2. Undtagelsen blev indført i aktieselskabslovens § 115 a, stk. 2, og åbnede mulighed for, at selskaber kan støtte medarbejdernes erhvervelse af aktier i selskabet.⁵⁰

Efterfølgende har ændringen af ordlyden i bestemmelsen givet anledning til debat og usikkerhed i den juridiske litteratur. Debatten har særligt omhandlet, hvordan ordlyden og rækkevidden af bestemmelsen skulle fortolkes. Især formuleringen "*stille midler til rådighed*" har været genstand for tvivl, da fortolkningen og rækkevidden af denne ikke fremgår tydeligt i lovbemærkningerne. Yderligere synes den danske oversættelse af netop denne formulering at have et mere udvidet anvendelsesområde end i andre sprogversioner, hvor eksempelvis det engelske modstykke lyder "*advance funds*".⁵¹ Forskellene mellem de forskellige sprogversioner og betydningen heraf vil blive gennemgået senere i dette speciale.

⁴⁶ Folketingstidende 1981-82 (2. samling) Tillæg C, spalte 684.

⁴⁷ Forbuddet blev ligeledes for anpartsselskaber ændret og flyttet fra § 84, stk. 4 til § 84, stk. 2 i anpartsselskabsloven ved Lov nr. 283 af 9. juni 1982. Senere blev forbuddet dog flyttet til § 49, stk. 2 i anpartsselskabsloven ved Lov nr. 378 af 22. maj 1996.

⁴⁸ Folketingstidende 1981-82 (2. samling) Forhandlingerne, spalte 2317.

⁴⁹ Ibid., spalte 2884.

⁵⁰ Folketingstidende 1981-82 (2. samling) Tillæg C, spalte 684.

⁵¹ Kruhl, M. Chr. M. C., & Sørensen, O. B. (2014). *Kapitalejerlån & selvfinansiering*. (1. udg.). Karnov Group, s. 154

3.4 Det EU-retlige rationale

Forbuddet mod selvfinansiering i EU-retlig sammenhæng blev indført ved vedtagelsen af EU's 2. selskabsdirektiv 77/91/EØF af 13. december 1976 også benævnt kapitaldirektivet. Formålet med direktivet var at beskytte selskabsdeltagerne samt tredjemænd mod uhensigtsmæssige udtræk af selskabets midler ved at harmonisere medlemsstaternes nationale bestemmelser om aktieselskaber.⁵² Selvfinansieringsforbuddet blev indsat i artikel 23, stk. 1, nr. 1, og havde følgende ordlyd i den danske version:

*”Et selskab må hverken stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed med henblik på tredjemands erhvervelse af dets aktier.”*⁵³

Forbuddet suppleres med artikel 23, stk. 1, nr. 2, hvor visse transaktioner, herunder transaktioner foretaget af banker og andre pengeinstitutter, er undtaget fra forbuddet. Undtagelsen gælder dog kun, såfremt transaktionerne er foretaget som en del af deres løbende dispositioner. Udover banker og andre pengeinstitutter er dispositioner, der har til formål at erhverve aktier af eller til arbejdstagerne i selskabet eller i et forbundet selskab, også undtaget af forbuddet.⁵⁴

Det 2. selskabsdirektiv er et minimumsdirektiv, hvilket betyder, at medlemsstaterne som minimum skal tilpasse deres nationale lovgivning i overensstemmelse med direktivets bestemmelser. Det er dog tilladt for de enkelte medlemsstater at indføre mere vidtgående bestemmelser end hvad direktivet foreskriver, hvilket betegnes som overimplementering (*gold-plating*). Dette valgte man at gøre i Danmark, hvor forbuddet er udvidet, således at det også gælder for anpartsselskaber.⁵⁵ Denne overimplementering skal ses i lyset af, at direktivets artikel 1, stk. 1, kun omfatter aktieselskaber i Danmark.

Vedtagelsen af det 2. selskabsdirektiv medførte, at der var et absolut forbud mod selvfinansiering. Det absolutte forbud eksisterede frem til 2006, hvor et ændringsdirektiv til det 2. selskabsdirektiv blev vedtaget. Ændringsdirektivet, direktiv 2006/68/EF, indeholdt i artikel 23, stk. 1 hjemmel til, at medlemsstaterne kunne tillade selvfinansiering, såfremt visse fastsatte betingelser blev opfyldt i forbindelse med transaktionen. Lempelsen af det 2. selskabsdirektivs absolutte forbud mod

⁵² Werlauff, E., Guldbæk Larsen, L., Riskjær Larsen, D., Guldbæk Larsen, L., & Riskjær Larsen, D. (2010). *Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb*. (1. udg.). Gjøellerup, s. 26.

⁵³ Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976, artikel. 23, stk. 1, nr. 1.

⁵⁴ Ibid., artikel. 23, stk. 1, nr. 2.

⁵⁵ Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 122.

selvfinansiering opstod i kølvandet af flere rapporter, herunder rapporter fra to ekspertgrupper nedsat af EU-Kommissionen: *Simpler Legislation for the Internal Market* (SLIM) og *The High Level Group of Company Law Experts* (HLG).

3.4.1 SLIM-gruppen

SLIM-gruppen blev nedsat af Kommissionen i 1996 og skulle undersøge muligheden for at forenkle det 1. og 2. selskabsdirektiv, således det indre marked blev styrket. SLIM-gruppen udgav i 1999 deres rapport, hvori der blev fremsat en række anbefalinger til, hvordan den fremtidige regulering kunne udformes.⁵⁶ Omkring selvfinansieringsforbuddet foreslog SLIM-gruppen i forslag nr. 5, at forbuddet skulle reduceres til et praktisk minimum. Reduceringen af forbuddet kunne opnås gennem to tilgange. Den første tilgang var at undtage forbuddet mod selvfinansiering, såfremt finansieringen skete med selskabets frie reserver, der kunne udloddes som udbytte og derfor alligevel ikke udgjorde sikkerhed for kreditorerne. Den anden tilgang var at begrænse forbuddet til kun at gælde nytegning af kapitalandele.⁵⁷ Kommissionen tilsluttede sig henstillingerne og ville efterfølgende undersøge, hvordan direktivet kunne tilpasses henstillingerne.⁵⁸

3.4.2 HLG-gruppen

Den 4. november 2002 udgav HLG-gruppen en rapport⁵⁹, hvori de fremsatte deres anbefalinger til moderniseringen. HLG-gruppen blev nedsat af Kommissionen i 2001 med det formål at give Kommissionen indsigt i, hvordan en modernisering af selskabsretten i EU kunne udformes.⁶⁰ I rapportens indledning fremhæver HLG-gruppen, at selskabsrettens primære formål bør være at lette driften af effektive og konkurrencedygtige virksomheder. Samtidig understreger gruppen også, at dette ikke må ske på bekostning af beskyttelse af henholdsvis aktionærer eller kreditorer.⁶¹ Reguleringen skal derfor findes i en balancegang mellem fleksibilitet og sikkerhed. I forhold til forbuddet om selvfinansiering, anbefalede HLG-gruppen, at Kommissionen fulgte SLIM-gruppens første tilgangsmodel, hvor det EU-retlige forbud mod selvfinansiering lempes, således at selvfinansiering tillades i det omfang, det sker inden for selskabets frie reserver.⁶² Hertil tilføjede

⁵⁶ Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on The Simplification of The First and Second Company Law Directives. (1999).

⁵⁷ Ibid., s. 5.

⁵⁸ Rapport fra Kommissionen til Europa-Parlamentet og Rådet – Om resultaterne af fjerde fase af SLIM af 4. februar 2000 (KOM(2000)56), s. 5.

⁵⁹ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Commission, November 2002.

⁶⁰ Ibid., s. 1.

⁶¹ Ibid., s. 29-30.

⁶² Ibid., s. 85.

HLG-gruppen, at en sådan beslutning skulle godkendes af selskabets generalforsamling, eller at bestyrelsen skulle have fået bemyndigelse hertil af generalforsamlingen inden for en afgrænset tidsperiode.⁶³ Som reaktion på rapporten udarbejdede Kommissionen i 2003 en handlingsplan, hvori det blev redegjort for, hvorfor Europas juridiske rammer for selskabsret og virksomhedsledelse havde behov for modernisering.⁶⁴ Handlingsplanen medtog HLG-gruppens anbefalinger vedrørende moderniseringen af selvfinansieringsforbuddet og fastlagde yderligere, at forslag til ændringen af 2. selskabsdirektiv var en prioritet på kort sigt.⁶⁵

Kommissionen udarbejdede efterfølgende et forslag til ændring af 2. selskabsdirektiv, hvori det blev foreslået at lempe på det absolutte forbud mod selvfinansiering i artikel 23, stk. 1.⁶⁶ Ændringerne i forslaget lignede i nogen grad det, der var foreslået af henholdsvis SLIM- og HLG-gruppen, men indeholdt en række betingelser, som ingen af ekspertgrupperne havde foreslået.⁶⁷

3.4.3 Ændringsdirektivet og selskabsdirektivet – Nuværende ordlyd

Som tidligere nævnt blev ændringsdirektivet 2006/68/EF vedtaget med en række af de anbefalinger som henholdsvis SLIM- og HLG-gruppen havde fremlagt i deres rapporter. Dog blev flere af de tilføjelser, som Kommissionen havde foreslået, indarbejdet som betingelser, således at den endelige ordlyd af artikel 23, stk. 1 blev følgende:

”Når en medlemsstat tillader et selskab enten direkte eller indirekte at stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed med henblik på tredjemands erhvervelse af dets aktier, gør den sådanne transaktioner betinget af, at kravene i andet til femte afsnit er opfyldt.”⁶⁸

Det må bemærkes, at præamblen nr. (5) i ændringsdirektivet angiver, at det er frivilligt for medlemsstaterne, om de vælger at gøre brug af muligheden for at implementere lempelsen af selvfinansieringsforbuddet i deres respektive nationale lovgivning.⁶⁹ Såfremt medlemsstaterne vælger at gøre brug af muligheden, skal det ske i overensstemmelse med direktivets fremsatte procedure. Proceduren vil blive gennemgået i afsnit 4.4 om lovlig selvfinansiering.

⁶³ Ibid., s. 85.

⁶⁴ Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet – Om modernisering af selskabsretten og forbedret virksomhedsledelse i Den Europæiske Union – vejen frem, KOM(2003)284, s. 4.

⁶⁵ Ibid., s. 17-18.

⁶⁶ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af Rådets direktiv 77/91/EØF for så vidt angår stiftelse af aktieselskaber samt bevarelse og ændring af disses kapital (KOM(2004) 730 endelig).

⁶⁷ Skjerve, S. (2009). *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten* (1. udg.). Thomson Reuters, s. 185.

⁶⁸ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/68/EF af 6. september 2006, artikel 1, nr. 6.

⁶⁹ Ibid., præambel nr. (5).

Siden vedtagelsen af ændringsdirektivet 2006/68/EF er bestemmelsen om selvfinansiering blevet flyttet fra artikel 23, stk. 1 til artikel 25, stk. 1 ved direktiv 2012/30/EU.⁷⁰ Flytningen af bestemmelsen medførte ingen væsentlige justeringer af reglerne. Den 19. juli 2017 blev direktiv 2012/30/EU ophævet til fordel for direktiv (EU) 2017/1132⁷¹ (selskabsdirektivet), hvor bestemmelsen om selvfinansiering nu reguleres i artikel 64 under betegnelsen ”*Selskabers finansielle bistand til tredjemands erhvervelse af dets aktier*”.

3.5 Modernisering af selskabsretten i 2008 – Betænkning nr. 1498/2008

I forlængelse af ændringen i det 2. selskabsdirektiv nedsatte den danske økonomi- og erhvervsminister i oktober 2006 et udvalg, der havde til formål at modernisere den eksisterende selskabslovgivning i Danmark.⁷² Moderniseringen skulle opfylde den daværende regerings mål om, at erhvervslovgivningen skulle være enkel, klar og effektiv, så virksomhederne let kunne administrere og efterleve lovgivningen.⁷³

Udvalget fremlagde indledningsvist i Betænkning nr. 1498/2008 omkring selvfinansiering (og aktionærlån), at det primære formål bag de eksisterende regler, var en beskyttelse af kreditorerne. Reglerne skulle således sikre, at selskabernes ledelse og kapitalejere ikke kunne bevilge lån til sig selv fra selskabets midler, da der dermed ville være en risiko for, at dette kunne påføre selskabet og kreditorerne tab.⁷⁴ Et flertal i udvalget foreslog, at forbuddet mod selvfinansiering skulle lempes efter ændringen i 2. selskabsdirektiv både for aktie- og anpartsselskaber. Lempelsen skulle give selskaberne mulighed for, at anvende selskabernes frie reserver til finansiering af egen overtagelse under iagttagelse af de opstillede krav.⁷⁵ Udover kravet om, at der skulle anvendes frie midler, bestod kravene i, at selvfinansieringen skulle ske på almindelige markedsbetingelser, herunder forrentning, kreditvurdering og sikkerhedsstillelse, samt at generalforsamlingen skulle godkende beslutningen.⁷⁶

Som nævnt ovenfor var det et flertal af udvalgets medlemmer, der fandt, at selvfinansieringsforbuddet skulle lempes, da det nuværende forbud var for ufleksibelt i relation til finansiering af virksomhedskøb.⁷⁷ Flertallet fremhævede, at betingelserne for lempelsen varetog hensynet til, at

⁷⁰ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2012/30/EU af 25. oktober 2012.

⁷¹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2017/1132 af 14. juni 2017.

⁷² Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 15.

⁷³ Ibid., s. 15.

⁷⁴ Ibid., s. 24.

⁷⁵ Ibid., s. 24.

⁷⁶ Ibid., s. 25.

⁷⁷ Ibid., s. 518.

selvfinansiering ikke må være til ugunst for selskabets kreditorer og andre interessenter, idet disse i værste fald ville være stillet, som om de frie reserver blev udloddet som udbytte.⁷⁸

Det resterende mindretal, som ikke mente, at selvfinansieringsforbuddet burde lempes, i hvert fald ikke for aktieselskaber, fremlagde følgende argumenter. For det første indeholdt den eksisterende lovgivning i forvejen flere muligheder for, at aktionærerne kunne få midler ud af selskabet, herunder reglerne om ekstraordinært udbytte. For det andet mente mindretallet, at det ikke burde være muligt for potentielle købere at fremsætte et købstilbud udelukkende bestående af målselskabets egne midler uanset at selskabets midler efterfølgende lovligt kunne bruges til efterfinansiering af købet.⁷⁹

Det samlede udvalg bemærkede yderligere, at hvis der blev åbnet for selvfinansiering, ville selskabets ledelse stadig være ansvarlig for, at der efter en finansiering eller udbytte fortsat var et forsvarligt kapitalberedskab i selskabet.⁸⁰ Udvalget fandt også, at anpartsselskabet fortsat skulle være underlagt selvfinansieringsreglerne til trods for, at de ikke er underlagt et direktivkrav.⁸¹

Folketinget fulgte udvalgets anbefalinger og vedtog d. 29. maj 2009 den nye selskabslov, hvor den tidligere Aktieselskabslov og Anpartsselskabslov blev slået sammen til Selskabsloven. Heri blev bestemmelserne om ulovlig selvfinansiering og lovlig selvfinansiering indsat i henholdsvis §§ 206-209.⁸² Udgangspunktet er dog stadig, at selvfinansiering er forbudt, jf. SL § 206, stk. 1. Lovlig selvfinansiering kan nu finde sted, når nærmere betingelser er opfyldt, jf. SL § 206, stk. 2.

⁷⁸ Ibid., s. 518.

⁷⁹ Ibid., s. 518-519.

⁸⁰ Ibid., s. 519.

⁸¹ Ibid., s. 519.

⁸² Jf. LFV 2009-05-29 nr. 170

Kapitel 4 Selvfinansieringsforbuddet i gældende ret

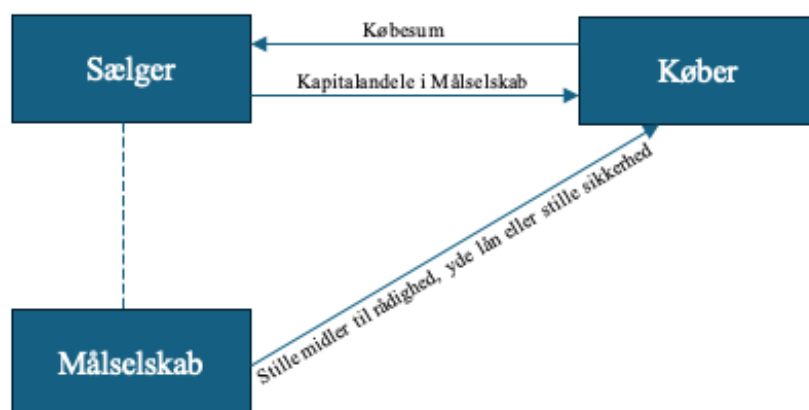
Hvor forrige kapitel redegjorde for forbuddets historiske udvikling, retspolitiske baggrund og EU-retlige forankring, vil dette kapitals fokus være rettet mod forbuddets nuværende retstilstand. Dette kapitel har derfor til formål at gennemgå og analysere selvfinansieringsforbuddet som det er udformet i den nuværende selskabslov. Indledningsvist vil forbuddet blive beskrevet generelt, hvorefter forbuddets anvendelsesområde og genstande vil blive fremlagt. Efterfølgende afdækkes både konsekvenserne af at disponere i strid med selvfinansieringsforbuddet samt hvordan kapitalselskaber kan yde lovlig selvfinansiering afdækkes.

4.1 Forbuddet generelt – SL § 206

Forbuddet mod selvfinansiering er fortsat placeret i SL § 206, stk. 1 med følgende ordlyd:

”Et kapitalselskab 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.”

Overordnet kan forbuddet principielt inddeles i tre genstande hvorpå et kapitalselskab (målselskabet) ikke, hverken direkte eller indirekte, må medvirke til tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet selv eller dets moderselskab. Målselskabet må således ikke (i) stille midler til rådighed, (ii) yde lån eller (iii) stille sikkerhed i forbindelse med tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller dets moderselskab. Som illustration på forbuddets indhold, er det nedenfor visualiseret i en forenklet figur.



Figur 1 - Egen tilvirkning

Forbuddets tre genstande vil i det følgende blive gennemgået. Udover de tre genstande er det væsentlig at forholde sig til, hvordan ”*erhvervelse*” skal fortolkes i bestemmelsens ordlyd. I den juridiske litteratur fremstår der en vis enighed om, at ”*erhvervelse*” skal fortolkes bredt og derved både omfatte køb af allerede udstedte kapitalandele samt tegning af kapitalandele.⁸³ Endvidere skal der ved vurdering af, om en given disposition udgør ulovlig selvfinansiering, foretages en konkret vurdering af dispositionen, hvor der i høj grad anlægges en formålsfortolkning.⁸⁴

4.2 Forbuddets anvendelsesområde

Som beskrevet ovenfor omfatter selvfinansieringsforbuddet tre overordnede genstande, hvor kapitalselskaber ikke må medvirke til sin egen overtagelse af tredjemand, herunder ved at yde økonomisk bistand til tredjemands akkvisitionsgæld. Akkvisitionsgæld refererer til den gæld, som tredjemand stifter i forbindelse med erhvervelse af kapitalandele i målselskabet eller i dets moderselskab.

4.2.1 *Personkreds (hvem er omfattet af forbuddet?)*

Forbuddet mod selvfinansiering indledes med formuleringen ”*Et kapitalselskab må ikke direkte eller indirekte [...]*”, hvor det, efter en ordlydsfortolkning, må antages, at bestemmelsen sigter mod at begrænse målselskabet i at yde økonomisk bistand til tredjemands erhvervelse af kapitalandele i målselskabet selv eller i dets moderselskab. Det vurderes på denne baggrund, at den omfattede personkreds af forbuddet alene udgør målselskabet selv og ikke de respektive kapitalejere. Således kan en kapitalejer, ved anvendelse af egne personlige midler, yde økonomiske bistand til en erhverver af kapitalandele i målselskabet, eksempelvis i form af betalingshenstand eller earn-out, uden det ville være i strid med selvfinansieringsforbuddet.

Endvidere må det bemærkes, at situationer hvor en kapitalejer med personlige midler yder økonomisk bistand for en tredjemands erhvervelse af kapitalandele i målselskabet, men de personlige midler stammer fra et lån fra målselskabet eller er bundet på en sikkerhed i målselskabets aktiver, må det antages at falde ind under anvendelsesområdet for forbuddet. Dette begrundes med, at målselskabet indirekte yder økonomisk bistand til erhvervelsen af kapitalandele.

⁸³ Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 122 og Bunch, L., & Nielsen, J.-C. (2008). *Selskabslovgivningens forbud mod selvfinansiering*. Revision & Regnskabsvæsen, 2008(12), RR.2008.12, s. 2.

⁸⁴ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1022 og Bunch, L., & Nielsen, J.-C. (2008). *Selskabslovgivningens forbud mod selvfinansiering*. Revision & Regnskabsvæsen, 2008(12), RR.2008.12, s. 3.

Om afgrænsningen af, hvordan ”*tredjemand*” i bestemmelsens ordlyd skal fortolkes, fremhæver der bred enighed i den juridiske litteratur om, at begrebet ”*tredjemand*” omfatter enhver fysisk eller juridisk person, der erhverver kapitalandele i selskabet, kun undtaget af målselskabet selv (eksempelvis ved et tilbagekøbsprogram).⁸⁵ Det må herefter følge, at forbuddet mod selvfinansiering også gør sig gældende, såfremt en fysisk eller juridisk person, der allerede er kapitalejer i målselskabet, ønsker at erhverve yderligere kapitalandele.

Selvfinansieringsforbuddet i SL § 206, stk. 1 forbyder selve ydelsen af selvfinansiering, hvorfor det må antages, at det i sig selv ikke er forbudt at modtage den ulovlige selvfinansiering.⁸⁶ Dog skal det bemærkes, at modtageren i nogen grad vil blive påvirket, idet ulovligt ydet selvfinansiering skal tilbagebetales, jf. SL § 215. En nærmere gennemgang af retsvirkningerne ved overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet findes i afsnit 4.3.

4.2.2 *Moderselskabet*

Af bestemmelsens ordlyd fremgår det, at et kapitalselskab ikke må finansiere tredjemands erhvervelse af kapitalandele i målselskabets *moderselskab*. Definitionen af et moderselskab er fastlagt i SL § 5, nr. 21, hvorefter et moderselskab er et kapitalselskab, der har bestemmende indflydelse over en eller flere dattervirksomheder. Bestemmende indflydelse omfatter blandt andet beføjelse til at styre dattervirksomhedens økonomiske og driftsmæssige beslutninger, jf. SL § 7, stk. 1. Efter SL § 6, 2. pkt., kan en virksomhed kun have ét direkte moderselskab. Opfylder flere selskaber kriterierne i SL § 7, er moderselskabet alene det selskab, som faktisk udøver den bestemmende indflydelse over selskabet, jf. SL § 6, 3. pkt.

I den juridiske litteratur har der været megen tvivl om, hvorvidt forbuddet også omfatter udenlandske moderselskaber. Betænkning nr. 1498/2008 fremhæver, at selskabsloven alene regulerer danske selskaber, hvorfor udenlandske selskaber som udgangspunkt ikke er omfattet af definitionen, selvom disse måtte have danske datterselskaber.⁸⁷ Det til trods anføres det blandt andet af Buch og Rosenberg⁸⁸, at moderselskaberne omtalt i SL § 206 må være de samme som er omfattet af SL § 211 med henvisning til Bekendtgørelse nr. 275 af 25. marts 2010 om lån m.v. til udenlandske

⁸⁵ I overensstemmelse med: Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 123 samt Kruhl, M. Chr., & Sørensen, O. B. (2014). *Kapitalejerlån & selvfinansiering*. (1. udg.). Karnov Group, s. 161.

⁸⁶ Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 123.

⁸⁷ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 744.

⁸⁸ Bunch, L., & Rosenberg, I. M. (2018). *Selskabsloven med kommentarer* (Elektronisk udgave, 3. udg.). Karnov Group, note 1324.

moderselskaber (nu Bekendtgørelse nr. 534 af 28. maj 2024), som er udstedt med hjemmel i SL § 211, stk. 2. Modsætningsvist antager Kure det synspunkt, at den nævnte bekendtgørelse alene omhandler SL § 211, stk. 2 og at der synes at mangle hjemmel til at føre den videre til SL § 206.⁸⁹

På baggrund af ovenstående må det antages, at der fortsat er en stor uoverensstemmelse mellem den juridiske litteratur. Dog må Kures argumentation og synspunkt tilsluttes, da der ikke synes at foreligge en saglig juridisk begrundelse for at udvide den nævnte bekendtgørelses område til også at omfatte SL § 206, stk. 1. Hertil må det alligevel findes problematisk, at bekendtgørelsen ikke er blevet ophævet i forbindelse med ophævelsen af SL §§ 210–212 (kapitalejerlån), da denne som nævnt er udstedt med hjemmel i SL § 211, stk. 2.

4.2.3 Hvem er undtaget af forbuddet?

Trods det generelle forbud mod selvfinansiering i SL § 206, er der visse undtagelser, hvor forbuddet ikke finder anvendelse. Undtagelserne findes i SL §§ 213–214 om henholdsvis penge- og realkreditinstitutter samt medarbejderes erhvervelse af kapitalandele.

Efter SL § 213 gælder forbuddet mod selvfinansiering i SL § 206 ikke for pengeinstitutter og på realkreditlån ydet af et realkreditinstitut. Baggrunden herfor er, at disse virksomhedstyper har udlån som en del af deres sædvanlige virksomhedsudøvelse og derfor skal sikre, at dispositioner inden for finansiering alene foretages, hvis det anses for ansvarligt.⁹⁰

Efter SL § 214 gælder forbuddet mod selvfinansiering i SL § 206 ikke for dispositioner, hvor formålet er erhvervelse af kapitalandele for eller af medarbejderne i selskabet eller dets datterselskab. Undtagelsen giver således selskabet mulighed for at yde økonomisk bistand til medarbejdere, såfremt der er tale om en generel medarbejderordning og dermed ikke aktieprogrammer rettet mod selskabets ledelse. Dog giver undtagelsen ikke mulighed for, at selskabet kan yde økonomisk bistand til erhvervelse af kapitalandele i selskabets moderselskab.⁹¹ Den økonomiske bistand som selskabet yder, kan kun ske med frie midler, der i henhold til § 180 kan udbetales som udbytte, jf. SL § 214, stk. 3.

Det bør bemærkes, at de to samme undtagelser til forbuddet mod selvfinansiering ligeledes udgjorde undtagelser til det nu ophævede forbud mod kapitalejerlån i SL § 210.

⁸⁹ Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 129.

⁹⁰ Schans Christensen, J. (2024). *Selskabsloven med kommentarer* (2. udg.). Karnov Group Denmark A/S, s. 771.

⁹¹ Ibid., s. 772-773.

4.2.4 Stille midler til rådighed

Selvfinansieringsforbuddets første genstand er et forbud mod, at målselskabet stiller midler til rådighed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i enten målselskabet eller dets moderselskab.

Som tidligere beskrevet har begrebet ”*stille midler til rådighed*” været genstand for megen tvivl gennem den juridiske teori og praksis, da fortolkningen af begrebet ikke tydeligt er fastlagt i lovbemærkningerne eller forarbejderne. Som anført af Skjerbek⁹² var der i 2008 ikke sket en endelig afklaring af, hvorvidt begrebet bør fortolkes ud fra en ordlydsfortolkning eller en formålsfortolkning. En ordlydsfortolkning ville indebære et bredt anvendelsesområde, idet begrebet efter sin ordlyd kan omfatte enhver disposition, hvor selskabets midler (lovligt) anvendes som led i finansieringen. En formålsfortolkning ville derimod kunne indebære en indskrænket fortolkning i lyset af de øvrige EU-landes sproglige versioner af begrebet samt formålet bag reguleringen.

Anvendes en formålsfortolkning, må anvendelsesområdet antages at blive mere snævert, da begrebet i de øvrige EU-lande formuleres som ”*advance funds*” på engelsk, ”*vorschüsse geben*” på tysk og ”*yde förskott*” på svensk.⁹³ Ved sammenligning af de forskellige sproglige versioner anvendes der formuleringer, der på dansk snarere kan oversættes til ”*at yde forskud*”.⁹⁴

I U1999.1429V afviste Vestre Landsret at forelægge EF-domstolen (nu EU-domstolen) det præjudicielle spørgsmål om, hvorvidt det danske begreb skulle fortolkes i henhold til de øvrige EU-sprogversioner. Vestre Landsret fastslog, at ”[...] *der ikke består nogen rimelig tvivl om det førømtalte kerneområde for forbudet mod selvfinansiering i 2. selskabsdirektiv*.”⁹⁵ Landsretten lagde herved vægt på, at de handlinger og transaktioner, som var gennemført i sagen, efter deres opfattelse lå inden for selvfinansieringsforbuddets kerneområde, og fandt derfor ikke anledning til at bringe fortolkningsspørgsmålet videre til EF-domstolen.

I forlængelse af sagen anførte Vestre Landsret, at en bredere fortolkning af forbuddet, hvor også efterfølgende dispositioner skulle omfattes, ville være en meget vidtgående fortolkning. Det afgørende måtte være, om der i transaktionsøjeblikket var blevet ydet lån, stillet sikkerhed eller stillet

⁹² Skjerbek, S. (2009). *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten* (1. udg.). Thomson Reuters, s. 54.

⁹³ Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 125.

⁹⁴ I overensstemmelse med: U1999.1429V, Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 125, og Serup, M. (1996). *Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet*. U1996B.72, s. 77.

⁹⁵ U1999.1429V, Karnov Group, s. 1431.

midler til rådighed.⁹⁶ Endvidere fastslog landsretten, at selv om direktivet er et minimumsdirektiv, skal forbuddet mod selvfinansiering fortsat fortolkes i overensstemmelse med EU-retten, og at udtrykket ”*stille midler til rådighed*” nærmest kunne oversættes til et forbud mod at ”*yde forskud*”.⁹⁷

Vestre Landsrets vurdering af begrebets omfang synes at være på linje med Serups fortolkning af rækkevidden. Serup anfører, at den danske direktivtekst burde have været affattet som ”*yde forskud*” og at ”*[...] formuleringen derfor skal fortolkes som et forbud mod, at selskabet yder forskud på endnu ikke optjent og forfaldent vederlag, som aktieerhververen (i sin egenskab af bestyrelsesmedlem, direktør eller medkontrahent) måske eller måske ikke kan have i vente på udbetalingstidspunktet.*”.⁹⁸

Trods Vestre Landsrets vurdering om, hvordan begrebet skulle fortolkes, tyder det på, at Erhvervsstyrelsen anlægger en bredere fortolkning. Ifølge Erhvervsstyrelsen omfatter begrebet ikke blot traditionelle lån og sikkerhedsstillelser, men også andre former for økonomisk bistand⁹⁹

Dette illustreres videre i U2000.2003H, hvor Højesteret udtalte, at ”*[...] det udtrykkeligt forudsat, at bestemmelsens forbud omfatter »enhver finansiering af køb af aktier eller anparter«, jf. Folketingstidende 1981-82 (2. saml.), tillæg A, sp. 2884*”.¹⁰⁰ Sagen omhandlede to sælgere, der havde overført midler fra et selskab til en køber. Køberen skulle efterfølgende indbetale købesummen til sælgerens advokat, der videre overførte den difference, der fandtes mellem midlerne i selskabet og købesummen. Der var i sagen ingen tvivl om, at dispositionen var omfattet af selvfinansieringsforbuddet, dog anmodede de sagsøgte om en præjudiciel forelæggelse for EF-domstolen med henvisning til, at det danske forbud var en gennemførsel af 2. selskabsdirektiv (77/91 EØF). Anmodningen blev imidlertid ikke imødekommet med begrundelsen om, at 2. selskabsdirektiv var et minimumsdirektiv, hvorfor de nationale medlemslandes frit kan fremsætte en mere vidtgående regulering end hvad direktivet foreskriver.¹⁰¹ Højesterets udtalelse må vurderes som værende en stramning af begrebets anvendelsesområde i forhold til Vestre Landsrets bemærkning i U1999.1429V.

⁹⁶ Ibid., s. 1431

⁹⁷ Ibid., s. 1431

⁹⁸ Serup, M. (1996). *Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet*. U1996B.72, s. 77.

⁹⁹ Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 126.

¹⁰⁰ U2000.2003H, Karnov Group, s. 2017.

¹⁰¹ Ibid., s. 2017

Angående hvilke situationer der typisk forekommer i praksis, fremhæver Kruhl og Sørensen, at det ofte omfatter situationer, hvor målselskabet afholder købers transaktionsomkostninger. Sådanne omkostninger kan konkret bestå af honorarer til advokater og revisorer, som bistår med gennemførelsen af den juridiske og finansielle due diligence.¹⁰²

Hertil må selvfinansieringsforbuddet må som udgangspunkt ikke antages at finde anvendelse på udgifter til rådgivning samt dispositioner, der udelukkende foretages af og relaterer sig til målselskabets egne interesser i forbindelse med transaktionsprocessen. Dette omfatter blandt andet due diligence-undersøgelser iværksat af sælger samt udarbejdelse af relevante salgsdokumenter, i det omfang disse alene tjener målselskabets formål og ikke direkte støtter købers erhvervelse.¹⁰³

Udgifter og dispositioner afholdt som led i en salgsmodningsproces, besluttet af enten generalforsamlingen eller selskabets ledelse, må imidlertid ikke medføre en utilbørlig fordel for visse kapitalejere på bekostning af andre kapitalejere eller selskabet selv, jf. SL §§ 108 og 127. Det må derfor vurderes konkret, om de afholdte salgsmodningsomkostninger reelt tjener målselskabets interesser eller primært begunstiger en sælgende kapitalejer.

Endvidere illustrerer U1997.444H (konsulentdommen)¹⁰⁴, at dispositioner der er udformet som eksempelvis konsulentaftaler, kan være omfattet af begrebet ”*stille midler til rådighed*”. I ovenstående sag blev der, i forbindelse med en kapitaloverdragelse, indgået en konsulentaftale mellem sælgeren og målselskabet, hvorefter sælger skulle modtage et årligt vederlag på fire procent af målselskabets omsætning. Vederlaget var dog begrænset til maksimalt en million kroner om året, mens konsulentaftalen var uopsigelig i fem år.¹⁰⁵ Både Landsretten og Højesteret fandt, ud fra sagens fremlagte aftale, at sælger i realiteten ikke skulle yde nogen form for konsulentydelse for at modtage vederlaget.¹⁰⁶ Konsulentaftalens væsentligste formål var derimod at sørge for, at sælgeren modtog en yderligere købesum for kapitalandelene. Da aftalen var indgået mellem sælger og målselskabet og målselskabet dermed bar betalingsforpligtelsen, fandt Højesteret, at aftalen var i strid med selvfinansieringsforbuddet. Hertil bør det bemærkes, at det som udgangspunkt ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet, at sælger og målselskabet indgår aftaler i forbindelse med en overdragelse, eksempelvis muligheden for at trække på sælgers indgående kendskab til målselskabet.

¹⁰² Kruhl, M. Chr., & Sørensen, O. B. (2014). *Kapitalejerlån & selvfinansiering*. (1. udg.). Karnov Group, s. 174.

¹⁰³ I overensstemmelse med: Kruhl, M. Chr., & Sørensen, O. B. (2014). *Kapitalejerlån & selvfinansiering*. (1. udg.). Karnov Group, s. 175

¹⁰⁴ U1997.444H, Karnov Group.

¹⁰⁵ Ibid., s. 446.

¹⁰⁶ Ibid., s. 461-462.

Aftalen skal dog udformes, således der er en vis realitet i ydelsen kontra vederlaget samt vederlaget skal være på markedstilsvarende vilkår.¹⁰⁷

Udover afvigelsen af den danske kontra de andre EU-medlemslande sproglige version af begrebet, må det afslutningsvist også anfægtes, at lån og sikkerhedsstillelse klart indebærer en forpligtelse for låntager om at betale de lånte midler tilbage. Modsætningsvis vil dette ikke kunne antages altid at være tilfældet for situationer, hvor der bliver stillet midler til rådighed til tredjemand.

4.2.5 Yde lån

Selvfinansieringsforbuddets anden genstand er et forbud mod, at målselskabet yder lån til en tredjemand, hvis formålet med lånet er at anvende lånet til finansieringen af kapitalandele i enten målselskabet eller dets moderselskab.

Efter en ordlydsfortolkning af bestemmelsen følger det, at selvfinansieringsforbuddet kun finder anvendelse, hvis der er en vis kausalitet mellem det ydet lån til tredjemand og tredjemands (påtænkte) erhvervelse af kapitalandele i målselskabet.

Lån (og sikkerhedsstillelse) er i den juridiske verden to velkendte terminologier, hvorfor det som udgangspunkt ikke vil være vanskeligt at identificere sådanne dispositioner. Juridisk sondres der dog mellem lån til henholdsvis eje eller brug. Ved lån til eje, forpligter låntager sig til at tilbagelevere en ydelse tilsvarende den lånte.¹⁰⁸ Modsat forpligter låntager sig til at tilbagelevere netop dét lånte ved lån til brug. Et klassisk eksempel på lån til eje er pengelån, hvor låntager forpligter sig til at tilbagebetale et tilsvarende beløb, idet det som udgangspunkt næsten er en praktisk umulighed at tilbagelevere de præcis samme penge. I forhold til bestemmelsens anvendelsesområde, må det antages at sigte mod lån til eje, da denne type lån indebærer en større risiko for, at låntageren ikke kan præstere den lånte ydelse tilbage.

Forudsætningen for om en økonomisk ydet bistand kan kategoriseres som et lån og dermed er omfattet af forbuddet, må så vidt bero på, om modtageren af den økonomiske bistand på et senere tidspunkt tilbagebetaler den modtaget økonomiske bistand.¹⁰⁹ Såfremt der ikke er opstillet krav til, at den økonomiske bistand skal tilbagebetales, vil dispositionen i stedet kunne falde ind under begrebet ”*stille midler til rådighed*”. Herefter må også formålet med lånet afdækkes, da vurderingen af

¹⁰⁷ Kruhl, M. Chr., & Sørensen, O. B. (2014). *Kapitalejerlån & selvfinansiering*. (1. udg.). Karnov Group, s. 177.

¹⁰⁸ Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 229.

¹⁰⁹ Schans Christensen, J. (2024). *Selskabsloven med kommentarer* (2. udg.). Karnov Group Denmark A/S, s. 745.

forbuddets opstillede dispositioner i høj grad skal anlægges en formålsfortolkning.¹¹⁰ Afgørende for om et ydet lån dermed er omfattet af forbuddet, må derfor være, hvad formålet med lånet har været. Hertil må det vurderes, at det tidsmæssige aspekt i forhold til om lånet er ydet henholdsvis før eller efter erhvervelsen af kapitalandelene, ikke må tillægges afgørende betydning, se nærmere i afsnit 4.2.7 om forbindelseskravet.

Det må antages, at forbuddets anvendelsesområde vedrørende lån også er gældende, selvom kun en mindre del af købesummen finansieres gennem et lån fra målselskabet. Dette følger af, at forbuddet har til formål at hindre enhver form for økonomisk bistand fra målselskabet i forbindelse med en tredjemands erhvervelse af kapitalandele. På samme måde vil selvfinansieringsforbuddet formegentlig gælde, uanset om tredjemand anvender lånet til hel eller delvis betaling af akquisitionsgældens hovedstol eller renter heraf,¹¹¹ da målselskabet ved denne handling indirekte yder økonomisk bistand til tredjemands erhvervelse af kapitalandele.

4.2.6 Stille sikkerhed

Selvfinansieringsforbuddets tredje genstand er et forbud mod, at målselskabet stiller sikkerhed for tredjemands akquisitionsgæld, som led i erhvervelsen af kapitalandele i enten målselskabet eller dets moderselskab.

Begrebet ”sikkerhed” dækker over situationer hvor målselskabet påtager sig en kautionsforpligtigelse, stiller pant eller på anden måde afgiver støtteerklæringer eller garantier for akquisitionsgælden, med henblik på, at tredjemand (erhververen) lettere kan opnå finansieringen eller mere fordelagtige finansieringsvilkår.¹¹² Sikkerhedsstillelse vil formentlig også omfatte målselskabets tilbagetræden for akquisitionsgælden, da dette indebærer, at koncernselskabernes eventuelle krav mod køberen først kan gøres gældende efter bankens krav på tilbagebetaling af akquisitionslånet.¹¹³

En central faktor i vurderingen af, hvorvidt der foreligger sikkerhedsstillelse i selvfinansieringsforbuddets forstand, er om målselskabet påtager sig et hæftelsesansvar i forbindelse

¹¹⁰ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1022 og Bunch, L., & Nielsen, J.-C. (2008). *Selskabslovgivningens forbud mod selvfinansiering*. Revision & Regnskabsvæsen, 2008(12), RR.2008.12, s. 3.

¹¹¹ I overensstemmelse med: Bunch, L., & Rosenberg, I. M. (2018). *Selskabsloven med kommentarer* (Elektronisk udgave, 3. udg.). Karnov Group, note 1323, ”Moderselskabslån efter en overtagelse”.

¹¹² Skjerbek, S. (2009). *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten* (1. udg.). Thomson Reuters, s. 69.

¹¹³ Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 152-153.

med tredjemands erhvervelse af kapitalandele. Hertil må det, ligesom ved lån, yderligere tillægges (afgørende¹¹⁴) betydning, hvad formålet med dispositionen har været.

Efter ordlyden af § 206, stk. 1, omfatter selvfinansieringsforbuddet alene, at målselskabet stiller sikkerhed for tredjemands erhvervelse af selskabets kapitalandele. Det må derfor antages, at der næppe vil være noget til hinder for, at tredjemand anvender de allerede erhvervede kapitalandele som sikkerhed over for sin finansieringskilde.¹¹⁵

Det bør ligeledes bemærkes, at såfremt akkvisitionsgælden kan udskilles fra øvrig koncerngæld, vil målselskabet lovligt kunne stille sikkerhed for den del af gælden, der ikke vedrører selve erhvervelsen af kapitalandelene. Anvendelsesområdet af selvfinansieringsforbuddet omfatter udelukkende sikkerhedsstillelse i relation til erhvervelsen og akkvisitionsgælden.

4.2.7 Forbuddets tidsmæssige afgrænsning – ”Forbindelseskrav”

Et andet centralt aspekt i anvendelsesområdet for § 206, stk. 1, må antages at være den tidsmæssige afgrænsning af bestemmelsen. Ordlyden af bestemmelsen angiver ikke direkte et svar på, hvornår forbuddets dispositioner skal finde sted for at være inden for anvendelsesområdet af selvfinansieringsforbuddet. Det må anses som en essentiel overvejelse, om forbuddet alene gælder på selve erhvervestidspunktet, eller om forbuddet også kan udstrækkes til dispositioner, der sker umiddelbart før eller efter erhvervelsen af kapitalandelene, da dette er en afgørende faktor for vurderingen af, om et målselskab kan siges at have ydet økonomisk bistand af sin egen overtagelse.

Den tidsmæssige afgrænsning har gennem flere juridiske forfattere givet anledning til mange overvejelser og debat, da ordlyden ikke præciserer afgrænsningsområdet. Overvejelserne har særligt omhandlet, hvorvidt selvfinansieringsforbuddet omfatter dispositioner foretaget *efter* erhvervelsen af kapitalandelene i målselskabet (efterfølgende selvfinansiering) og i så fald hvor lang tid efter erhvervelsen. Tages der udgangspunkt i ordlyden, ville det umiddelbart kunne antydes, at forbuddet alene finder anvendelse på dispositioner, der gennemføres senest på tidspunktet for erhvervelsen.¹¹⁶ Imidlertid synes Erhvervsstyrelsen at have et andet synspunkt i sin administrative praksis, navnlig at

¹¹⁴ Schans Christensen, J. (2024). *Selskabsloven med kommentarer* (2. udg.). Karnov Group Denmark A/S, s. 746.

¹¹⁵ I overensstemmelse med: Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 124 og Skjerbek, S. (2009). *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten* (1. udg.). Thomson Reuters, s. 69.

¹¹⁶ I overensstemmelse med: Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 126

forbuddet i princippet ikke er begrænset i tid, da dette ville rumme en risiko for omgåelse af forbuddet.¹¹⁷

Lund-Andersen anfører, at sammenhængen mellem erhvervelsestidspunktet og tidspunktet for den økonomiske bistand nærmere må omhandle og beskrives som et forbindelsesspørgsmål mellem erhvervelsen af kapitalandelene og målselskabets finansiering. Derfor synes det mere oplagt at anvende terminologien ”forbindelseskraav”, idet der ikke synes at være en tidsmæssig afgrænsning på anvendelsesområdet, så længe forbindelseskraavet er opfyldt.¹¹⁸

Ligeledes må der, som anført af Lund-Andersen, ved efterfølgende selvfinansiering sondres mellem to situationer, henholdsvis hvor selvfinansieringen var en del af finansieringsplanen og hvor selvfinansiering ikke var en del af denne. Ved efterfølgende selvfinansiering, hvor den økonomiske bistand indgår i finansieringsplanen, må det formodes, at forbindelseskraavet er opfyldt. Modsætningsvis er det tvivlsomt, om forbindelseskraavet vil være opfyldt, såfremt den økonomiske bistand ikke indgik i finansieringsplanen.¹¹⁹

Som tidligere nævnt synes Erhvervsstyrelsen at have indtaget et synspunkt, hvor den afgørende faktor ikke er, hvorvidt et lån er en del af finansieringsplanen, men snarere hvordan lånet faktisk anvendes efter erhvervelsen. Dette læses ud fra Erhvervsstyrelsens praksis, der i den juridiske litteratur er blevet sammenfattet og opstillet med tre betingelser for, at et lån fra målselskabet til køberselskabet ikke falder ind under selvfinansieringsforbuddet ifølge styrelsen:

*”[...] (i) midlerne fra lånet må ikke direkte eller indirekte anvendes til at tilbagebetale den gæld, som køberselskabet optog ved erhvervelsen af kapitalandelene i målselskabet, (ii) udlånet må ikke have indgået i finansieringsplanerne for overtagelsen af aktierne i målselskabet, og (iii) det er på tidspunktet for udlånet forudsætningen, at køberselskabet har både evne og vilje til at tilbagebetale lånet.”*¹²⁰

Ud fra ovenstående må det læses, at en økonomisk ydet bistand kan være i strid med selvfinansieringsforbuddet, selv hvis den ydes af forretningsmæssige hensyn opstået efter erhvervelsen. Efter Erhvervsstyrelsens opfattelse, må det afgørende være, hvorvidt den økonomisk

¹¹⁷ Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 126

¹¹⁸ Lund-Andersen, J. (2012). *Forbindelseskraavet ved efterfølgende selvfinansiering*. U2012B.119, note 1.

¹¹⁹ Ibid., s. 125.

¹²⁰ Erhvervsstyrelsens praksis gennemgået i: Lund-Andersen, J. (2012). *Forbindelseskraavet ved efterfølgende selvfinansiering*. U2012B.119, s. 121.

ydet bistand kan få en forbindelse til erhvervelsen af kapitalandele. Denne opfattelse kan, efter Lund-Andersen og Kure, indebære en mere vidtgående fortolkning af forbuddet end hvad ordlyden umiddelbart tilsiger og dermed hviler på en tvivlsom hjemmel.¹²¹ Dette fremgår særligt i ordlyden af § 206, stk. 1, nærmere bestemt udtrykket ”[...]for tredjemands erhvervelse af kapitalandele[...]”, der synes at lægge vægt på det oprindelige formål med den økonomiske bistand, snarere end hvordan midlerne efterfølgende anvendes i praksis.

Der kan i den forbindelse opstå spørgsmål om, hvorvidt en ydet økonomisk bistand kan være i strid med selvfinansieringsforbuddet i tilfælde, hvor køberselskabet efter erhvervelsen af målselskabet anvender én fælles konto til koncernens ind- og udbetalinger. En sådan struktur vil gøre det vanskeligt at spore pengestrømmene og præcist identificere hvilke midler der anvendes til eksempelvis afvikling af akquisitionsgælden. Til dette spørgsmål anfører Kruhl og Sørensen, at der skal være en form for forbindelse eller sammenhæng mellem den økonomiske bistand og betalingen på akquisitionsgælden. I situationer, hvor en sådan forbindelse ikke foreligger, vil der formegentlig ikke foreligge ulovlig selvfinansiering, da der ingen anden forbindelse er udover, at der anvendes den samme konto.¹²²

Med henvisning til Vestre Landsrets udtalelse i U1999.1429V, sammenholdt med de ovenfor anførte argumenter, må det antages, at efterfølgende økonomisk bistand som udgangspunkt ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet, medmindre der foreligger en stærk forbindelse mellem den økonomiske bistand og tredjemands erhvervelse af kapitalandele.

4.3 Konsekvens ved overtrædelse

Som tidligere beskrevet, er selvfinansieringsforbuddet rettet mod kapitalselskabet. Yder et kapitalselskab ulovlig økonomisk bistand, kan modtageren af denne bistand som udgangspunkt ikke straffes, medmindre modtageren har medvirket i ydelsen.¹²³ Modtageren skal dog, uanset om vedkommende var i god tro, tilbagebetale det modtagende beløb til selskabet. Beløbet skal tilbagebetales sammen med en årlig rente, fastsat i § 5, stk. 1 og 2, i lov om renter ved forsinket betaling m.v. med et tillæg på to procent, medmindre der er aftalt en højere rente, jf. SL § 215, stk. 1.

¹²¹ Lund-Andersen, J. (2012). *Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering*. U2012B.119, s. 121 og Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 127.

¹²² Kruhl, M. Chr., & Sørensen, O. B. (2014). *Kapitalejerlån & selvfinansiering*. (1. udg.). Karnov Group, s. 165.

¹²³ Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 157.

Såfremt tilbagebetalingen ikke kan ske, indestår de personer, der har truffet beslutningen eller opretholdt den ulovlige disposition, for det tab som kapitalselskabet måtte blive påført, jf. SL § 215, stk. 2. I disse situationer vil det typisk være kapitalselskabets centrale ledelsesorgan.

Stilles en sikkerhed i strid med selvfinansieringsforbuddet, må der tages hensyn til den medkontrahent, der modtager sikkerhedsstillelsen i god tro, jf. SL § 215, stk. 3. Hensynet til medkontrahenten skyldes, at denne, alt andet lige, har handlet i tillid til, at de foreliggende forhold var retmæssige.¹²⁴ Herved vil sikkerhedsstillelsen forblive bindende for kapitalselskabet, såfremt medkontrahenten var i god tro. Modsætningsvist vil en sikkerhedsstillelse ikke være bindende, hvis medkontrahenten handler i ond tro. Afgørende for vurderingen af om der foreligger god eller ond tro, må efter ordlyden af SL § 215, stk. 3, bero på medkontrahentens faktiske kendskab på tidspunktet for sikkerhedsstillelsen. I den juridiske litteratur er det imidlertid antaget, at medkontrahenten må foretage en grundig og gennemgående undersøgelse af omstændighederne i en transaktion således, at medkontrahentens *burde viden* også vil kunne medføre, at sikkerhedsstillelse ikke er bindende for kapitalselskabet.¹²⁵ Omkring vurderingen af, hvorvidt en medkontrahent burde have haft kendskab til, at en sikkerhedsstillelse er stillet i strid med selvfinansieringsforbuddet, anføres det af Kure, at medkontrahentens professionalisme bør lægges til grund.¹²⁶

Afslutningsvist må det bemærkes, at det alene er ved sikkerhedsstillelse i strid med selvfinansieringsforbuddet, at der tages hensyn til medkontrahentens retsstilling. Det fremgår således ikke af SL § 215, stk. 1, at tilbagebetalingspligten bortfalder såfremt modtageren handlede i god tro. Som anført af Serup må det antages at være en fejl fra lovgivers side, da der ikke synes at foreligge tungtvejende argumenter for, at en modtager i god tro ikke skulle kunne fastholde et låneforhold på samme måde som medkontrahenten ved en ulovlig sikkerhedsstillelse.¹²⁷

Da specialet ikke har til formål at afdække alle de retlige konsekvenser ved overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet, vil henholdsvis strafansvar og erstatningsansvar ikke blive gennemgået.

¹²⁴ Schaumburg-Müller, P., & Werlauff, E. (2020). *Selskabsloven med kommentarer*. (3. udg.). Djøf, s. 1135.

¹²⁵ Schans Christensen, J. (2024). *Selskabsloven med kommentarer* (2. udg.). Karnov Group Denmark A/S, s. 777, Schaumburg-Müller, P., & Werlauff, E. (2020). *Selskabsloven med kommentarer*. (3. udg.). Djøf, s. 1135 og Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 160.

¹²⁶ Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 161.

¹²⁷ Serup, M. (1996). (U)lovlig anvendelse af et selskabs midler. *Revision & Regnskabsvæsen*, RR.1996.32.

4.4 Lovlig selvfinansiering

Som tidligere beskrevet i afsnit 3.4.3 medførte ændringsdirektivet, direktiv 2006/68/EF, at selvfinansieringsforbuddet ikke længere udgør et absolut forbud i EU-retten. Herefter kan selvfinansiering tillades, såfremt visse opregnede krav opfyldes. Muligheden for at tillade selvfinansiering består fortsat i dag, men er nu i EU-retten reguleret i selskabsdirektivet, direktiv (EU) 2017/1132, artikel 64. I dansk ret blev adgangen til lovlig selvfinansiering indført ved moderniseringen af selskabsretten, hvor SL § 206, stk. 2 åbner op for, at et kapitalsekskab under visse betingelser kan yde økonomisk bistand til en tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller dets moderselskab. Bestemmelsen i § 206, stk. 2 har følgende ordlyd:

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

Bestemmelsen oplister således en række betingelser, der skal opfyldes for, at der vil være tale om lovlig selvfinansiering. For det første skal kapitalsekskabets centrale ledelsesorgan foretage en kreditvurdering af den kreds, der har modtaget den økonomiske bistand, jf. SL § 206, stk. 3. Kreditvurderingen har til formål at vurdere, om den økonomiske bistand sker på et økonomisk forsvarligt grundlag under hensyn til kapitalsekskabets samlede interesse, samt om en uafhængig professionel långiver kunne forventes at stille tilsvarende midler til rådighed.¹²⁸

For det andet skal beslutningen godkendes af generalforsamlingen med udgangspunkt i en skriftlig redegørelse fra det centrale ledelsesorgan, der efterfølgende skal offentliggøres hos Erhvervsstyrelsen, jf. SL § 207. Den skriftlige redegørelse skal som minimum indeholde (i) baggrunden for at yde den økonomiske bistand, (ii) sekskabets interesse i at yde den økonomiske bistand, (iii) betingelserne for den økonomiske bistand, (iv) en vurdering af de likviditets- og solvensmæssige konsekvenser for sekskabet og (v) købesummen som låntageren skal erlægge for kapitalandelene i sekskabet, jf. SL § 207, stk. 1, nr. 1–5.

¹²⁸ Schaumburg-Müller, P., & Werlauff, E. (2020). *Selskabsloven med kommentarer*. (3. udg.). Djøf, s. 1108.

For det tredje må den ydet økonomiske bistand ikke overstige, hvad der er forsvarligt i forhold til kapitalselskabets økonomiske stilling og bistanden må ligeledes ikke overstige det beløb, der kan udloddes som udbytte, jf. SL § 180, stk. 2, jf. SL § 208. Således kan der kun anvendes midler, der kan udloddes som ordinært udbytte, hvorimod midler der ville kunne udloddes til ekstraordinært udbytte ikke kan anvendes.

For det fjerde skal ydelsen af den økonomiske bistand ske på sædvanlige markedsvilkår, jf. SL § 209. Dette indebærer, at den økonomiske bistand skal ydes på vilkår, som en anden uafhængig långiver er villig til at acceptere under samme omstændigheder. Under vurderingen af markedsvilkår skal ikke kun lånerenten vurderes, men også elementer som eksempelvis sikkerhedsstillelse, løbetid og tilbagebetalingsvilkår.¹²⁹

Hertil må det også bemærkes, at det efter Erhvervsstyrelsens opfattelse betyder, at der efterfølgende ikke må ændres på lånevilkår, således at lånet ikke længere er på markedsvilkår. Såfremt långiver eller -tager skal have mulighed for at ændre i vilkårene, skal dette fremgå af låneaftalen og fortsat være på markedsvilkår.¹³⁰ Erhvervsankenævnet gav i ovenstående kendelse Erhvervsstyrelsen medhold i, at den omhandlende rentenedsætte ikke blev gennemført i overensstemmelse med de aftalte lånevilkår, hvorfor det var i strid med kravet om markedsvilkår.¹³¹ Hermed understreges det, at vurderingen af markedsvilkår ikke alene knytter sig til ydelsestidspunktet, men også til lånets fortsatte overensstemmelse med markedsvilkår gennem hele løbetiden samt, at der ikke kan foretages ændringer i vilkårene, medmindre det fremgår af de først aftalte vilkår.

¹²⁹ Kruhl, M. Chr., & Sørensen, O. B. (2014). *Kapitalejerlån & selvfinansiering*. (1. udg.). Karnov Group, s. 194.

¹³⁰ Jf. Erhvervsankenævnet Kendelse af 27. marts 2020, s. 11-12

¹³¹ Ibid., s. 38

Kapitel 5 Anvendelse af målselskabets midler

I dette kapitel rettes fokus mod den praktiske og retlige anvendelse af målselskabets midler i forbindelse med en overdragelse af kapitalandele. Formålet er at klarlægge, i hvilket omfang sådanne dispositioner kan anses for omfattet af selvfinansieringsforbuddet i selskabslovens § 206, samt hvordan forbuddet forholder sig til selskabslovens regler om kapitalafgang i kapitel 11.

Indledningsvist gennemgås selskabslovens kapitalafgangsregler om henholdsvis udbytte og kapitalnedsættelse. Herefter undersøges det, hvorvidt selvfinansieringsforbuddet er *lex generalis* eller *lex specialis* i forhold til kapitalafgangsreglerne. Afslutningsvist analyseres henholdsvis forudgående og efterfølgende anvendelse af målselskabets midler. Gennem kapitlet søges det at identificere grænserne for, hvornår en disposition lovligt kan gennemføres, og hvornår den udgør ulovlig selvfinansiering i strid med selvfinansieringsforbuddet.

5.1 Kapitalafgangsreglerne

Kapitalafgangsreglerne i SL § 179, stk. 1 opstiller en udtømmende opremsning, af hvornår et kapitalselskab lovligt kan foretage uddeling af selskabets midler til kapitalejerne. Bestemmelsen har til formål at beskytte selskabets kreditorer, da en uddeling af selskabets midler indebærer en reduktion af selskabets kapitalgrundlag. Hertil stiller bestemmelsen krav til, at en uddeling af selskabets midler alene kan finde sted, såfremt selskabet centrale ledelsesorgan finder det forsvarligt, under hensyn til selskabets økonomiske situation og ikke sker til skade for selskabet eller dets kreditorer, jf. § 115, nr. 5, og § 116, nr. 5, jf. SL § 179, stk. 2.

I de nedenstående afsnit afdækkes selskabets mulighed for at udlodde henholdsvis ordinært og ekstraordinært udbytte samt muligheden for en kapitalnedsættelse. Udlodning i forbindelse med selskabets opløsning afdækkes ikke.

5.1.1 Udlodning af udbytte

Reglerne om ordinært udbytte findes i SL §§ 180 og 181. Det følger af SL § 180, stk. 1, 1. pkt., at generalforsamlingen i et selskab, kan beslutte at udlodde ordinært udbytte til selskabets kapitalejere. Generalforsamlingen må dog ikke beslutte at udlodde et større beløb, end hvad det centrale ledelsesorgan har foreslået eller tiltrådt, jf. SL § 180, stk. 1, 2. pkt. Det beløb der kan udloddes, er begrænset til kun at omfatte selskabets frie reserver, hvilket forstås som midler der efter seneste

årsregnskab er overført som overskud og reserver der ikke er bundet af lov eller vedtægter, jf. SL § 180, stk. 2. Beslutningskompetencen om ordinært udbytte er alene placeret ved generalforsamlingen.

Reglerne om ekstraordinært udbytte findes i SL §§ 182 og 183. Det følger af SL § 182, stk. 1, 1. pkt., at generalforsamlingen kan beslutte at udlodde ekstraordinært udbytte til selskabets kapitalejere, såfremt selskabet af aflagt den første årsrapport. Generalforsamlingen må dog ikke beslutte at udlodde et større beløb, end hvad det centrale ledelsesorgan har foreslået eller tiltrådt, jf. SL § 182, stk. 1, 2. pkt. Midlerne der kan anvendes til ekstraordinært udbytte, er ligeledes begrænset, således at kun midler omfattet af § 180, stk. 2 samt opstået eller frigjorte overskud og frie reserver efter seneste årsrapport, jf. SL § 182, stk. 3. Beslutningskompetencen om ekstraordinært udbytte kan, efter generalforsamlingens bemyndigelse og efter første aflagte årsregnskab, placeres ved det centrale ledelsesorgan, jf. SL § 182, stk. 2.

5.1.2 Kapitalnedsættelse

Reglerne om et selskabs mulighed for at nedsætte selskabskapitalen findes i SL §§ 185–193.

Det følger af SL § 188, at beslutningen om en kapitalnedsættelse kræver en angivelse af det beløb selskabskapitalen nedsættes med samt til hvilket formål beløbet skal anvendes. SL § 188, stk. 1, nr. 1-3 oplister en udtømmende liste over formål, hvor kapitalnedsættelse er muligt. De oplyste formål er følgende; (i) dækning af underskud, (ii) udbetaling til kapitalejere eller (iii) henlæggelse til en særlig reserve.

Beslutningen om kapitalnedsættelse skal træffes på en generalforsamling, med det stemmeflertal der kræves til en vedtægtsændring, jf. SL § 186. Ligeledes kan der ikke ske udlodning af et større beløb, end hvad der er godkendt af selskabets centrale ledelsesorgan, jf. SL 189, stk. 1. Der skal endvidere fremsendes en opfordring til kapitalsekskabets kreditorer, såfremt kapitalnedsættelsen har udbetaling til kapitalejerne eller henlæggelse til særlig reserve til formål, hvorefter kreditorerne har en frist på 4 uger til at anmelde krav, jf. SL § 192, stk. 1. Afslutningsvist skal kapitalsekskabet fortsat opfylde den fastlagte minimumskapital i SL § 4 efter kapitalnedsættelsen, henholdsvis 400.000 kr. for et aktieselskab og 20.000 kr. for et anpartsselskab.

5.1.3 Tilbagebetaling

Såfremt kapitalejerne modtager en udbetaling, der er i strid med selskabslovens regler, skal det modtagende beløb tilbagebetales, jf. SL § 194, stk. 1. Beløbet skal tillægges en årlig rente, fastsat i §

5, stk. 1 og 2, i lov om renter ved forsinket betaling m.v. med et tillæg på to procent, jf. SL § 194, stk. 1, 1. pkt. Modtager en kapitalejer et ulovligt udbytte, gælder ovenstående kun, såfremt kapitalejeren modtog udbyttet, indsa eller burde have indset at udbyttet var ulovligt, jf. SL § 194, stk. 1, 2. pkt. Det fremgår af lovbemærkningerne til bestemmelsen, at det påhviler selskabet at bevise, at modtageren var i ond tro.¹³² Dette hensyn bygger på en formodning om, at en kapitalejer som udgangspunkt ikke har mulighed for at vurdere lovligheden af årsrapporten og dermed grundlaget for udlodningen af udbyttet. Såfremt udbyttet er ulovligt efter selskabslovens bestemmelser, vil ansvaret falde tilbage på medlemmerne af selskabets centrale ledelsesorgan.¹³³ Det må antages, at medlemmer af selskabets centrale ledelsesorgan, som samtidig er kapitalejere, aldrig kan være i god tro, idet det påhviler ledelsesorganet at sikre, at udbetalinger af selskabets midler sker forsvarligt og i overensstemmelse med selskabslovens bestemmelser.

5.2 Lex generalis ctr. lex specialis

Spørgsmålet om hvorvidt selvfinansieringsforbuddet bør anses som lex generalis eller lex specialis, opstod primært i forbindelse med, at TDC blev opkøbt af kapitalfonden Nordic Telephone Company. Inden overtagelsen havde TDC en solid egenkapital på omkring 45 milliarder kroner, men relativt kort efter kapitalfondens overtagelse blev der udloddet ekstraordinært udbytte på godt 41 milliarder kroner. Dette reducerede TDC's egenkapital betydeligt, hvorefter de måtte foretage en nedjustering af deres forventninger til årsresultatet i 2006. Nogle måneder senere, i juni 2006, blev det igen besluttet at foretage en ekstraordinær udbytteudlodning på omkring 900 millioner kroner. For at kunne finansiere det store udbytteudlodninger, var TDC nødsaget til at optage lån og øge deres finansudgifter med over 1 milliard kroner.¹³⁴

Det bør her understreges, at der i ovenstående opkøb ikke har været anlagt en sag på baggrund af de store udbytteudlodninger, hvorfor domstolen ikke har vurderet dispositionerne. Det må derfor også antages, at dispositionerne fra kapitalfonden ikke har været retsstridige, såfremt de ekstraordinære udbytter blev udbetalt under iagttagelse af den dagældende aktieselskabslov §§ 109 a og 110 om henholdsvis ekstraordinært udbytte og forsvarlighedskravet.

¹³² Schans Christensen, J. (2024). *Selskabsloven med kommentarer* (2. udg.). Karnov Group Denmark A/S, s. 723.

¹³³ Werlauff, E. (2019). *Selskabsret*. (11. udg.). Karnov Group, s. 377.

¹³⁴ Werlauff, E. (2006). *Selvfinansieringsforbud contra lex specialis*. U2006B.365, s. 365.

På tidspunktet for opkøbet af TDC, var der fortsat et absolut forbud mod selvfinansiering idet ændringsdirektivet, direktiv 2006/68/EF, endnu ikke var implementeret i dansk ret.

Antages det, at selvfinansieringsforbuddet havde været lempet på tidspunktet for Nordic Telephone Companys overtagelse af TDC, kunne transaktionen have været struktureret anderledes. Som anført af Werlauff¹³⁵, kunne selskabet have udloddet halvdelen af det samlede udbytte, mens den anden halvdel var finansieret som lovlig selvfinansiering. Derved ville kun 20 milliarder kroner definitivt have forladt TDC, mens de resterende 20 milliarder var forblevet i selskabet som et aktiv i form af et tilgodehavende. Om Nordic Telephone Company havde gjort brug af muligheden for lovlig selvfinansiering, såfremt det havde været muligt på daværende tidspunkt, vides ikke, men alt andet lige ville TDC have været bedre økonomisk stillet.

Ved implementeringen af ændringsdirektivet og dermed lempelsen af det absolutte forbud, fremhæves følgende i Lovforslag nr. L 170:

*”Udbetaling af udbytte til nye kapitalejere efter en overtagelse vil som udgangspunkt ikke være omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Dette gælder uanset, om der er tale om udbetaling af ordinært udbytte på baggrund af selskabets årsrapport eller ekstraordinært udbytte. Her har de særlige regler om udbytte – lovlig kapitalafgang – forrang for bestemmelserne om selvfinansiering.”*¹³⁶

Lovforslaget fremhæver yderligere, at kapitalnedsættelse og tilbagekøbsprogrammer ikke vil være omfattet af selvfinansieringsforbuddet, forudsat at alle de selskabsretlige formaliteter er opfyldt, inden udbetalingerne foretages. Det vil sige, at der eksempelvis ikke må ydes et forskud på en kapitalnedsættelse, såfremt denne endnu ikke er gennemført.¹³⁷

Det skal bemærkes, at en ordlydsfortolkning af lovforslagets formulering om udlodning af udbytte til nye kapitalejere kan åbne op for undtagelser. Anvendelsen af udtrykket *”som udgangspunkt”* indikerer, at der ikke er tale om en absolut retstilstand, og at der således kan opstå situationer, hvor udlodning med henblik på finansiering af akkvisitionsgæld kan vurderes som ulovlig. Lovgiverne giver på denne baggrund domstolene en bred fortolkningsadgang, hvor lovligheden af en udlodning i hver enkelt situation umiddelbart skal vurderes særskilt. I visse tilfælde kan det være fornuftigt, at

¹³⁵ Ibid., s. 370.

¹³⁶ Lovforslag nr. L 170, Folketinget 2008-09, s. 231.

¹³⁷ Ibid., s. 231.

domstolene har mulighed for at anse et ellers lovligt udloddet udbytte for ulovligt i henhold til selvfinansieringsforbuddet. Det gælder navnlig, hvis udlodningen reelt medfører, at målselskabet tømmes for midler og dermed ikke længere er i stand til at opfylde sine nuværende eller fremtidige forpligtelser over for kreditorerne. Hertil må der dog henvises til, at det fortsat påhviler selskabets centrale ledelsesorgan at sikre et forsvarligt kapitalberedskab til enhver tid, jf. SL §§ 115–118 sammenholdt med § 179, stk. 2. Manglende sikring af kapitalberedskabet kan medføre, at det centrale ledelsesorgan pådrager sig erstatningsansvar over for de berørte kreditorer.¹³⁸

Vedrørende kapitalnedsættelse og tilbagekøbsprogrammer anvendes derimod ikke udtrykket ”*som udgangspunkt*”, men der angives i stedet, at disse dispositioner ”*på tilsvarende vis [...] ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet*”.¹³⁹

Det følger således af lovforslagets ordlyd og motiverne hertil, at de selskabsretlige regler om lovlig kapitalafgang anses for at være *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet, der herefter er *lex generalis*. På den baggrund anses såvel ordinært som ekstraordinært udbytte, der udbetales til en ny kapitalejer, *som udgangspunkt* ikke at være omfattet af selvfinansieringsforbuddet, forudsat at udbytteerne er udloddet i overensstemmelse med kapitalafgangsreglerne.

Ovenstående synes at være i overensstemmelse med Werlauffs synspunkt, idet han fremhæver, at et i øvrigt lovligt udbytte ikke bliver ulovligt, blot fordi de udbetales til køber, der anvender midlerne til at betale sælger. Når et selskab efter selskabslovens forskrifter lovligt udlodder udbytte til en aktionær, vil midlerne definitivt forlade selskabet og dermed blive aktionærens ejendom, hvorefter denne frit kan anvende midlerne.¹⁴⁰

5.2.1 Gennemgang af TfS 2004.623Ø (Digidan)

For at illustrere praksis frem til 2006 anvendes TfS 2004.623Ø (Digidan), tages der i følgende afsnit udgangspunkt i TfS 2004.623Ø (Digidan).

I TfS 2004.623Ø vedrørte sagen en virksomhedsoverdragelse, hvor der, mellem køber og sælger, var aftalt at der skulle ydes henstand, således købesummen skulle betales over fire rater. I aftalen mellem køber og sælger var det tydeliggjort, at første og anden rate skulle betales gennem en udbytteudlodning efter overdragelsen af målselskabet. Yderligere havde raterne først forfald, når

¹³⁸ Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 52-53.

¹³⁹ Ibid., s. 231.

¹⁴⁰ Werlauff, E. (2006). *Selvfinansieringsforbud contra lex specialis*. U2006B.365, s. 366.

udbyttet og returneringen af udbytteskatten var realiseret. Landsretten fandt, at betalingen af første og anden rate direkte var finansieret gennem en *lovlig* udlodning af udbytte, der blev foretaget af køberen efter overdragelsen af målselskabet. Dog mente Landsretten, at der ikke var tale om efterfølgende finansiering af overdragelsen, men derimod selvfinansiering og lagde til grund, at der forelå ”*fuldstændig samtidighed*” mellem betalingen af de to første rater og udbytteudlodningen. I forhold til tredje rate fandt Landsretten, at den tidsmæssige og størrelsesmæssige sammenhæng mellem betalingen af købesummen og udbytteudlodningen var så tæt, at det måtte anses som selvfinansiering. Yderligere var dette udtrykkeligt fremsat gennem en telefax.

Det særligt interessante ved denne afgørelse er, at sagsøgte, i overensstemmelse med flere juridiske teoretikere, herunder Werlauffs artikel *UfR 2001 B*¹⁴¹, gjorde gældende, at et lovligt udloddet udbytte forbliver lovligt, idet udbyttet herefter endegyldigt tilhører aktionæren, uanset hvordan det efterfølgende anvendes. Sagsøgte anførte endvidere, at det ikke udgjorde en forskel for selskabets kreditorer, om udbyttet blev udloddet af sælger lige inden overdragelsen eller af køber efter overdragelsen. Modsat anførte sagsøgeren, at det må formodes at selvfinansieringsforbuddet har status som *lex specialis* og dermed går forud for de øvrige bestemmelser om kapitalafgang. Således, at udbetaling af selskabets midler i forbindelse med en overdragelse, kun er lovlige såfremt de ikke er et udtryk for, at der stilles midler til rådighed for køberen.

Landsretten forholder sig ikke nærmere til de fremførte anbringender, som heller ikke omtales i bemærkningerne. I stedet fastholder Landsretten begrundelsen om den fuldstændige samtidighed og fandt, at der forelå selvfinansiering i strid med den dagældende aktieselskabslov § 115, stk. 2.

Dommen er i litteraturen blevet anset som forkert¹⁴², idet Landsrettens begrundelse synes at bero på, at et ellers lovligt udloddet udbytte bliver ulovligt, hvis der foreligger en forudgående aftale om, at beløbet skal anvendes til betaling af købesummen fra køber til sælger. Endvidere må det antages, at Landsretten anerkendte sagsøgers synspunkt om, at selvfinansieringsforbuddet udgør *lex specialis*. Dette synspunkt må dog afvises med henvisning til Werlauffs¹⁴³ gennemgang samt gennemgangen af U.2006.145H (Procuritas) nedenfor.

¹⁴¹ Werlauff, E. (2001). *Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv.* U2001B.381, s. 381.

¹⁴² Werlauff, E. (2006). *Selvfinansieringsforbud contra lex specialis.* U2006B.365, s. 366.

¹⁴³ Ibid., s. 367.

I forlængelse heraf, må også den egentlige hensigt med selvfinansieringsforbuddet holdes op mod dommen. Hensigten med forbuddet var at sikre selskabskapitalen mod at blive udhulet til ugunst for selskabets kreditorer og interessenter. Allerede ved udlodning af udbytte, uagtet om det sker før eller efter en overdragelse, må det antages, at selskabets kreditorer vil blive beskyttet af de særlige kapitalbeskyttelsesregler, herunder forsvarlighedskravet i den dagældende aktieselskabslov §§ 109 a og 110 (nuværende SL § 179, stk. 2). Det foreligger derfor ikke klart, hvordan Landsretten finder, at der i ovenstående sag ikke var tilstrækkelig beskyttelse mod udhuling af kapitalen, til trods for at udbyttet var udloddet lovligt.

5.2.2 Gennemgang af U.2006.145H (Procuritas)

Til illustration af, hvordan retspraksis efter 2006 forholder sig til forholdet mellem selvfinansieringsforbuddet som lex generalis og reglerne om lovlig kapitalafgang som lex specialis, tages der i det følgende afsnit udgangspunkt i Højesterets dom i U.2006.145H (Procuritas).

Sagen i U.2006.145H vedrørte en virksomhedsoverdragelse, hvor Procuritas MBO Invest A/S (Procuritas) den 30. december 1993 blev solgt til EIC Shipping Holding A/S (EIC). Overdragelsen blev struktureret på en sådan måde, at Procuritas' porteføljeaktier blev overdraget til aktionærerne i Procuritas, hvorefter den likvide beholdning var på cirka 53 millioner kroner, men passiverne udgjorde henholdsvis omkring 40,2 millioner kroner i egenkapital og en latent skat på 12,9 millioner kroner. Samme dag overdrog aktionærerne deres aktier i Procuritas til et svensk datterselskab, Procuritas AB, for et beløb svarerede til den indre værdi på 40,2 millioner kroner. Det svenske datterselskab videresolgte aktierne til EIC for 46,7 millioner kroner. Den 3. januar 1994 blev der, efter en ordinær generalforsamling, udloddet udbytte på 42,2 millioner kroner til EIC, som delvist blev anvendt til at indfri det lån (akkvisitionsgæld) EIC havde optaget til finansieringen af opkøbet.

Højesteret udtalte i afgørelsen af sagen, at det som led i den samlede overdragelsesplan i høj grad var forudsat, at erhvervelsen af aktierne i Procuritas skulle baseres på optagelse af lån, hvorefter lånet skulle indfries gennem en udlodning af udbytte fra Procuritas til EIC. Hertil udtalte Højesteret:

”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.”¹⁴⁴

Det må på baggrund af Højesterets begrundelse og resultat udledes, at det i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse er tilladt at udlodde og anvende et udbytte til efterfølgende finansiering af køberselskabets akkvisitionsgæld uden, at dette i sig selv udgør en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet. Det kan endvidere antages, at der ikke gælder en fast grænse for størrelsen af udbyttet i forhold til kapitalen i målselskabet. Udbyttet kan således udgøre hele selskabskapitalen, forudsat at samtlige selskabsretlige krav og formalia er overholdt, og at udlodningen derfor er udloddet lovligt.

Da der er tale om en Højesteretsafgørelse uden dissens, kan dommen tillægges betydelig præjudikatværdi. Det gør sig særligt gældende, da dommen fastlægger en ny fortolkningslinje i forhold til hvordan selvfinansieringsforbuddet og reglerne for kapitalafgang skal ses. Det må desuden antages at være årsagen til, at Betænkning nr. 1498/2008¹⁴⁵, vælger at inddrage dommen som eksempel på, at udlodning af udbytte efter en overtagelse som udgangspunkt ikke er i strid med selvfinansieringsforbuddet

5.3 Forudgående selvfinansiering

Som det blev redegjort for i afsnit 5.1, må reglerne om lovlig kapitalafgang i selskabslovens kapitel 11 anses for at udgøre *lex specialis* og dermed have forrang i forhold til selvfinansieringsforbuddet i § 206. I lyset heraf opstår spørgsmålet, om hvorvidt vurderingen af forbindelseskrauet påvirkes af, om dispositionerne finder sted før eller efter købers erhvervelse af kapitalandele i målselskabet. I denne forbindelse introduceres sondringen mellem ”*forudgående selvfinansiering*” og ”*efterfølgende selvfinansiering*”, som i de følgende afsnit vil blive analyseret med henblik på nærmere at afgrænse selvfinansieringsforbuddets anvendelsesområde.

Begrebet ”*forudgående selvfinansiering*” omfatter forskellige dispositioner, som sælger kan igangsætte for at reducere værdien af målselskabet forud for en overdragelse. Disse tiltag kan have forskellig karakter såsom eksempelvis udbytteudlodninger, kapitalnedsættelser eller frasalg af aktiver, hvilket i praksis kan have betydning for en eventuel købers finansieringsbehov. Udover at lette finansieringsbehovet, vil disse tiltag kunne øge målselskabets attraktivitet og dermed tiltrække

¹⁴⁴ U.2006.145H. Karnov Group, s. 170-171

¹⁴⁵ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 511.

flere potentielle købere af målselskabet. Disse dispositioner betegnes i praksis ofte som en “slankning” af målselskabet.

Problematikken omkring disse dispositioner synes at relatere sig til, om en sådan disposition teoretisk kan anses som værende en indirekte måde, hvorpå målselskabet stiller midler til rådighed for sin egen overtagelse. Dette understøttes særligt da de nuværende kapitalejere kan siges at opnå en form for delvis forudbetaling for erhvervelsen af kapitalandelene, som anført af Skjerbek.¹⁴⁶

Endvidere må det overvejes, om forbindelseskravet kan anses for opfyldt i tilfælde, hvor de nuværende kapitalejere allerede har påtænkt et salg af selskabet forud for udlodningen af enten ordinært eller ekstraordinært udbytte, beslutning af kapitalnedsættelse eller frasalg af visse aktiver.

5.3.1 Frasalg af aktiver

I forbindelse med en virksomhedsoverdragelse, kan de eksisterende kapitalejere vælge at frasælge visse aktiver i målselskabet, eksempelvis ejendomme, driftsaktiver eller forskellige forretningsgrene. Som beskrevet ovenfor, kan der være flere grunde til, hvorfor de eksisterende kapitalejere ønsker sådan en handling igangsat. Dels kan det, såfremt midlerne fra frasalget bliver udloddet som udbytte til de eksisterende kapitalejere, medføre en reduktion af købesummen af målselskabet. Dels kan det gøre målselskabet mere attraktivt for potentielle købere, da en eventuel køber ikke påtager sig en større risiko, hvis målselskabet eksempelvis ejer flere ejendomme. Forbliver vederlaget fra frasalget i målselskabet, vil det naturligvis ikke medføre en reduktion i købesummen, såfremt aktivet er frasolgt til markedsværdien.

Som udgangspunkt vil et frasalg af et givent aktiv være en lovlig forretningsmæssig disposition fra målselskabet. Imidlertid kan der dog, ud fra en teoretisk betragtning, opstå en konflikt mellem et frasalg og indirekte selvfinansiering. Her tænkes der særligt på situationer, hvor frasalget sker på foranledning af en potentiel køber, med det formål at tilpasse selskabets struktur til køberens ønsker eller hvor vederlaget fra frasalget direkte eller indirekte kommer køberen til gode. I sådanne situationer kan der argumenteres for, at frasalget har til formål at lette køberens erhvervelse af målselskabet og dermed potentielt kan sidestilles med at målselskabet ”*stiller midler til rådighed*” for køberen. Denne fortolkning understøttes særligt af de øvrige sproglige versioner af EU-direktivet,

¹⁴⁶ Skjerbek, S. (2009). *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten* (1. udg.). Thomson Reuters, s. 104.

hvor udtrykket “*stille midler til rådighed*” nærmere svarer til “*yde forskud*”, hvilket netop kan være tilfældet, hvis frasalget sker på foranledning af køberen.

Omvendt kan der også argumenteres for, at et frasalg ikke nødvendigvis strider mod selvfinansieringsforbuddet. Særligt hvis frasalget sker som led i en almindelig forretningsmæssig disposition og på foranledning af de eksisterende kapitalejere. I disse situationer vil frasalget som udgangspunkt være lovligt så længe der ikke sker nogen form for direkte eller indirekte værdioverførsel til køberen. At målselskabet efter et eventuelt frasalg fremstår mere attraktivt for en køber, vil i sig selv ikke være problematisk.

Som tidligere beskrevet i afsnit 4.1, følger det af lovforarbejderne, at der ved vurdering af hvorvidt der foreligger selvfinansiering skal foretages en konkret vurdering i de enkelte tilfælde og at det er afgørende, at der anlægges en formålsfortolkning omkring dispositionen.¹⁴⁷ Dette understreger, at det er den reelle økonomiske virkning af dispositionen der er afgørende.

På baggrund af ovenstående, må det således antages, at et frasalg af målselskabets aktiver inden et salg som udgangspunkt ikke vil være omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Dette forudsætter dog, at frasalget sker på foranledning af de eksisterende kapitalejere samt, at der ikke foreligger en underliggende aftale mellem sælger og køber.

5.3.2 Udbytteudlodninger

De første forarbejder og betænkninger der behandler selvfinansieringsforbuddet synes ikke at have taget stilling til spørgsmålet vedrørende udbytte og selvfinansiering. Dog fastslår Betænkning 1498/2008¹⁴⁸ sammenholdt med Lovforslag nr. L 170¹⁴⁹ og Højesterets udtalelse i U.2006.145H¹⁵⁰, at udbetaling af udbytte til *nye* aktionærer *efter* en overtagelse, som udgangspunkt ikke vil være omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Efterfølgende begrundes dette med, at de pågældende midler, på tilsvarende vis kunne have været udloddet til de tidligere ejere inden overdragelsen.¹⁵¹

¹⁴⁷ Lovforslag nr. L 170, Folketinget 2008-09, s. 231

¹⁴⁸ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 511.

¹⁴⁹ Lovforslag nr. L 170, Folketinget 2008-09, s. 231

¹⁵⁰ U.2006.145H. Karnov Group, s. 170-171

¹⁵¹ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 511.

I forbindelse med indførslen af muligheden for ekstraordinære udbytte udlodninger i Lovforslag nr. L 125, udtalte Økonomi- og Erhvervsstyrelsen endvidere, at adgangen til ekstraordinære udbytte blandt andet ville kunne lette finansieringen ved enten omstruktureringer eller salg.¹⁵²

Med udgangspunkt i ovenstående bemærkninger fra henholdsvis Betænkning 1498/2008 og Økonomi- og Erhvervsstyrelsen sammenholdt med, at reglerne om kapitalafgang må anses som værende *lex specialis*, synes der ikke at foreligge særskilte argumenter for, at en forudgående udlodning af udbytte i sig selv skulle stride mod selvfinansieringsforbuddet.¹⁵³ Hertil bør det bemærkes, at det forsat er det centrale ledelsesorgan, der har ansvaret for, at selskabet til enhver tid har et forsvarligt kapitalberedskab, jf. SL § 179, stk. 2.

Imidlertid kan der opstå en tvivl om hvorvidt ovenstående ligeledes gør sig gældende, hvis udbyttet udloddes i en sådan størrelsesorden eller på et tidspunkt, hvor det kan anses for at være en del af en samlet transaktionsstruktur og dermed indirekte udgør en økonomisk bistand af målselskabets egen overtagelse. Det antages af Werlauff, at et udbytte, der efter selskabsretlige regler er udloddet lovligt, ikke bliver ulovligt, alene af den grund, at sælger og køber aftaler hvordan udbyttet skal anvendes.¹⁵⁴ Hertil må Højesterets afgørelse i U.2006.145H hvor det findes, at udbyttet gerne må svare til hele kapitalen også tages in mente.

Det må således antages, at såfremt udlodningen sker efter de selskabsretlige regler, vil forbindelseskravet ikke være opfyldt. Det bør også fremhæves, at virksomhedsoverdragelser kan være en langvarig proces, hvorfor det kan anses som en byrdefuld (og muligvis retsstridig) begrænsning for selskaberne, hvis de i en pågældende periode pålægges at afholde sig fra at udlodde udbytte. Skulle kreditorerne eller andre interessenter have et ønske om at sikre sig mod store udbytteudlodninger i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse, kan dette blandt andet gøres gennem en "*change-of-control*"-klausul. Som afsluttende bemærkning, ville det være en ugunstig situation for en kapitalejer, såfremt kapitalejeren aldrig ville kunne anvende et modtaget udbytte fra kapitalselskabet til at afvikle på akquisitionsgælden. Kapitalejeren ville under sådanne omstændigheder være nødsaget til at fremskaffe midler fra anden side eller forsøge at afhænde kapitalandelene igen.

¹⁵² Lovforslag nr. L 125, Folketinget 2003-04, side 4542.

¹⁵³ På linje med: Skjerbek, S. (2009). *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten* (1. udg.). Thomson Reuters, s. 104.

¹⁵⁴ Werlauff, E. (2006). *Selvfinansieringsforbud contra lex specialis*. U2006B.365, s. 366.

5.3.3 Kapitalnedsættelser

Ligesom i ovenstående afsnit 5.3.2 om udbytte synes de første forarbejder og betænkninger, der behandler selvfinansieringsforbuddet heller ikke at have taget stilling til det indbyrdes forhold mellem kapitalnedsættelse og selvfinansiering. Spørgsmålet bliver imidlertid heller ikke endegyldigt behandlet i samme omfang som udlodning af udbytte i henholdsvis Betænkning 1498/2008¹⁵⁵ og Lovforslag nr. L 170¹⁵⁶. Dette skyldes formegentlig, at brugen af kapitalnedsættelse i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse sker sammen med en udlodning til kapitalejerne, hvorfor der har været et større fokus på udlodning af udbytte. Som beskrevet tidligere fremhæves det i Lovforslag nr. L 170¹⁵⁷, at kapitalnedsættelse og tilbagekøbsprogrammer der opfylder selskabslovens krav, ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet.

Som det fremføres i ovenstående afsnit 5.1.2, er der i selskabsloven fremsat en række betingelser, der har til formål at beskytte kreditorernes interesser, såfremt der foretages en kapitalnedsættelse. Det vurderes herefter, at der er et sammenfald mellem kreditorbeskyttelsen under kapitalnedsættelse og selvfinansiering. Ud fra de fremsatte bemærkninger fra henholdsvis Betænkning 1498/2008 og Lovforslag nr. L 170 sammenholdt med kapitalafgangsreglernes *lex specialis status*, må det derfor afvises, at en kapitalnedsættelse forud for et salg, vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet.

5.4 Efterfinansiering

Begrebet ”*efterfinansiering*” dækker over de tiltag og dispositioner, som køberen kan igangsætte umiddelbart efter overtagelsen af målselskabet og som potentielt kan bidrage til finansieringen af overtagelsen. Eksempler på sådanne dispositioner kan være udlodning af udbytte (herunder debt push down), kapitalnedsættelse, fusion samt spaltning.

Ligesom ved forudgående selvfinansiering synes problematikken om disse dispositioner at relatere sig til, om en sådan disposition teoretisk kan anses som værende en indirekte måde, hvorpå målselskabet stiller midler til rådighed for sin egen overtagelse.

Til trods for at selvfinansieringsforbuddet blev lempet med indførslen af lovlig selvfinansiering, er det blandt andet af Kure anført, at lovlig efterfinansiering i de fleste tilfælde foretrækkes over lovlig selvfinansiering.¹⁵⁸ Dette ses ud fra betragtningen om, at efterfinansiering findes værende en mere

¹⁵⁵ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 511.

¹⁵⁶ Lovforslag nr. L 170, Folketinget 2008-09, s. 231

¹⁵⁷ Ibid., s. 231

¹⁵⁸ Kure, H. (2011). *Lovlig selvfinansiering*. U2011B.293, s. 301.

simpel og velafprøvet model end lovlig selvfinansiering. Udover at være en mere simpel model, vil efterfinansiering gennem eksempelvis udbytte også være en mindre ressourcekrævende opgave for selskabet, da der blandt andet ikke stilles krav om udarbejdelse af en redegørelse fra det centrale ledelsesorgan, modsat ved lovlig selvfinansiering, jf. SL § 207, stk. 1. Hertil skal redegørelsen offentliggøres, hvorfor det ikke er muligt at holde købsprisen fortrolig overfor omverdenen, jf. SL §§ 207, stk. 1, nr. 5 og 207, stk. 3. Hertil er det væsentligt også at skele til, at udlodning af udbytte m.v. af selskabets frie midler, kommer med den konsekvens, at aktiverne definitivt forlader selskabet. Modsat gør sig gældende, hvis reglerne om lovlig selvfinansiering anvendes, hvor aktiverne forbliver i selskabet som en form for tilgodehavende.¹⁵⁹

5.4.1 Udbytteudlodninger

Som det er illustreret tidligere i dette speciale, med henvisning til afsnit 5.2 og 5.3.2, er reglerne om udbytte *lex specialis* og har derfor forrang for selvfinansieringsforbuddet i SL § 206, stk. 1. Det følger herefter, at målselskabet som udgangspunkt lovligt kan udlodde både ordinært og ekstraordinært udbytte til de nye kapitalejere efter overtagelsen, såfremt at de i selskabslovens oplistede regler iagttages og følges. Det følger ligeledes at køberen efterfølgende frit kan anvende udbyttet til at nedbringe den til formålet stiftet akkvisitionsgæld.

Med udgangspunkt i *lex specialis* betragtningen, bliver det endvidere muligt for køberen at ”skubbe” akkvisitionsgælden ned i målselskabet. Resultatet af denne handling er, at målselskabet reelt finansierer sin egen overtagelse gennem udbytteudlodning af målselskabets frie midler til den nye kapitalandelsejer, som beskrevet nedenfor i afsnit 5.4.1.1 ”Debt push down i praksis”.

5.4.1.1 Debt push down i praksis

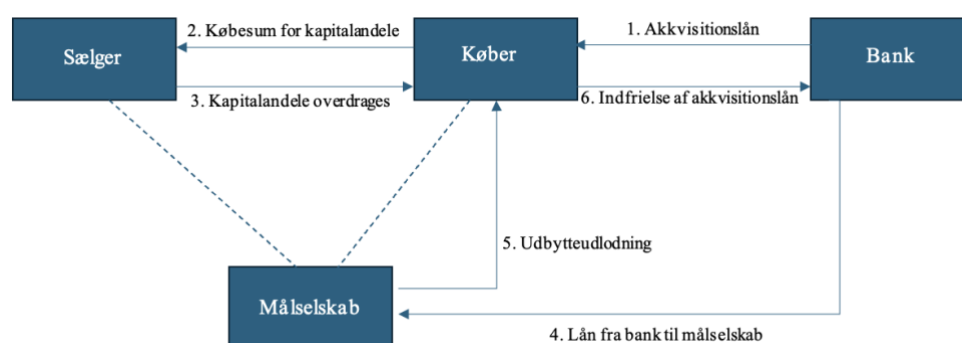
Ønsket om at skubbe akkvisitionsgælden ned i målselskabet, er særdeles udbredt i forbindelse med virksomhedsoverdragelser således, at gælden der er optaget til finansiering af erhvervelsen, efterfølgende bliver placeret i målselskabet, en såkaldt ”*debt push down*”. Baggrunden for at ville gennemføre en *debt push down* kan være motiveret af mange forskellige forhold, herunder særligt en række finansielle og skattemæssige fordele for køberen og den nye koncernstruktur.

Da specialets formål ikke er af afdække finansielle eller skattemæssige hensyn/problemstillinger, vil der ikke blive gået yderligere i dybden af disse. Dog er det væsentligt at nævne, at det som udgangspunkt ikke vil være i målselskabets interesse, hvis man isoleret betragter et lån til finansiering

¹⁵⁹ Werlauff, E. (2006). *Selvfinansieringsforbud contra lex specialis*. U2006B.365, s. 370.

af udbytteudlodning, da låneprovenuet udbetales til kapitalejerne mens målselskabet regnskabsmæssigt betalastes af renteudgifter. Ser man dog på koncernen som helhed, kan metoden være fordelagtig, idet det forventes, at målselskabet typisk vil kunne opnå mindst tilsvarende, ofte bedre, finansieringsvilkår end holdingselskabet. Yderligere vil de samlende renteudgifter blive reduceret i tilfælde, hvor der sker sambeskatning.

Dette afsnit har til formål at klarlægge hvordan debt push down anvendes i praksis og lovligheden af metoden. Til dette formål er der optegnet en simpel illustration nedenfor, hvorefter hvert punkt kort vil blive gennemgået.



Figur 2 - Egen tilvirkning

Långiver, typisk en bank og i visse tilfælde flere banker, yder et akkvisitionslån til køberselskabet, jf. punkt 1. Køberselskabet anvender herefter låneprovenuet til betaling til sælger af købesummen for kapitalandelene i målselskabet, jf. punkt 2. Umiddelbart efter købesummen erlægges, alt efter overdragelsesaftalens indhold og gennemførselsdatoen, overdrages kapitalandelene i målselskabet fra sælger til køberselskabet, jf. punkt 3.¹⁶⁰

Umiddelbart efter gennemførselsdatoen vil den nye kapitalejer typisk indkalde til en ekstraordinær generalforsamling efter reglerne i SL § 89. For anpartsselskabet kræves der blot, at bare én anpartshaver har forlangt en ekstraordinær generalforsamling, jf. SL § 89, stk. 2. For aktieselskaber kan aktionærer, der ejer, eller flere aktionærer der tilsammen ejer, fem procent kræve en ekstraordinær generalforsamling, jf. SL § 89, stk. 3. Her kan køberen fremsætte et forslag om at indsætte en ny bestyrelse i målselskabet samt bemyndige, hvis ikke allerede bemyndiget, bestyrelsen til at foretage ekstraordinære udbytteudlodninger, jf. SL § 182, stk. 2. Ovenstående kan også gøres ved den ordinære

¹⁶⁰ Kure, H. (2021). *Finansieringsret*. (3. udg.). Karnov Group, s. 146-147.

generalforsamling, men da dette kræver, at gennemførselsdatoen ligger forholdsvis tæt på datoen for den ordinære generalforsamling, synes det mest nærliggende at beskrive ud fra en ekstraordinær generalforsamling.¹⁶¹

Den nye bestyrelse optager et lån på vegne af målselskabet, typisk hos den bank, der har ydet køberselskabet finansiering til erhvervelsen af kapitalandelene i målselskabet, jf. punkt 4. Låneprovenuet forsøges at svare til, eller komme så tæt på som muligt, køberselskabets akkvisitionsgæld.¹⁶²

Herefter vil enten generalforsamlingen, jf. SL § 182, stk. 1, eller bestyrelsen, jf. SL § 182, stk. 2, beslutte at udlodde ekstraordinært udbytte i form af selskabets nye fri reserver qua det nye lån. Beslutningen om udlodningen af udbytte skal træffes i overensstemmelse med selskabslovens regler om udlodning af udbytte i henholdsvis SL §§ 180, stk. 2 og 183, stk. 3, om selskabets frie reserver samt SL § 179, stk. 2 om, at udlodningen ikke må overstige hvad der er forsvarligt. Udbyttet kan herefter udbetales til køberen, der efterfølgende bruger udbyttet til at tilbagebetale akkvisitionslånet til banken, jf. punkt 5 og 6.¹⁶³

5.4.2 Kapitalnedsættelser

En kapitalnedsættelse af selskabskapitalen der gennemføres efter en virksomhedsoverdragelse, er omfattet af de samme regler og betingelser som en kapitalnedsættelse der foretages *forud* for overdragelsen. Der sondres således ikke mellem den tidsmæssige beslutning om kapitalnedsættelse, da der i begge situationer tages hensyn til målselskabets kreditorer gennem opfordringskravet i SL § 192, stk. 1, hvorfor en kapitalnedsættelse efter købers overtagelse af målselskabet ikke strider mod selvfinansieringsforbuddet. For nærmere gennemgang henvises der til afsnit 5.3.3.

5.4.3 Fusion / spaltning

Efter gennemgangen i de ovenstående afsnit omkring lex specialis-vurderingen vedrørende reglerne om udbytte og kapitalnedsættelse sammenholdt med, at selskabslovens kapitel 15 om fusioner indeholder en række kapitalbeskyttelsesregler, kunne det være nærliggende at synes, at reglerne om fusion også har lex specialis karakter i forhold til selvfinansieringsforbuddet.

¹⁶¹ Ibid., s. 146-147.

¹⁶² Ibid., s. 146-147.

¹⁶³ Ibid., s. 146-147.

Imidlertid består problematikken mellem fusion og selvfinansiering i, at uanset om der er tale om en egentlig eller uegentlig fusion, vil målselskabets aktiver og passiver blandes sammen med køberselskabets, hvilket også gælder for akkvisitionsgælden. Herefter vil enten det nye selskab eller det fortsættende selskab skulle afvikle på akkvisitionsgælden, da fusionsreglerne i selskabslovens kapitel 15 bygger på universalsuccession.¹⁶⁴ Virkningen af fusionen kan dermed umiddelbart synes at falde inden for anvendelsesområdet for selvfinansieringsforbuddet, da universalsuccessionen reelt medfører, at akkvisitionsgælden bliver placeret hos målselskabet, der ved afvikling af akkvisitionsgælden vil finansiere sin egen overtagelse.

Dette synspunkt synes også at være Erhvervsstyrelsens administrative praksis, idet styrelsen tidligere har opstillet en række betingelser for, at en efterfølgende fusion ikke vil være omfattet af selvfinansieringsforbuddets anvendelsesområde; (i) fusionen er væsentlig forretningsmæssig begrundet, (ii) fusionen må ikke være en forudsætning for overtagelsen, (iii) fusionen må først ske et par år efter overtagelsen og (iv) fusionen må ikke være en nødvendighed for indfrielse af akkvisitionsgælden.¹⁶⁵

I forhold til spaltning, vil dette, såfremt det eneste formål med spaltningen er at frigive bundne reserver, efter Erhvervsstyrelsens opfattelse være omfattet af selvfinansieringsforbuddet.¹⁶⁶

Erhvervsstyrelsens administrative praksis og opstillede betingelser bliver imidlertid anset som værende forkerte i den juridiske litteratur. Kruhl og Sørensen anfører, at Erhvervsstyrelsens ikke har hjemmel til at opstille betingelser, der rækker videre end selskabsloven og at det centrale element omkring fusioner og selvfinansiering, må være om de i selskabslovens opstillede fusionsregler er overholdt.¹⁶⁷ Ligeledes anfører Werlauff, under henvisning til målselskabets retsmæssige efterfinansiering af udbytte, at noget tilsvarende må gælde for fusioner.¹⁶⁸ Werlauff anfører videre, at fusionsreglerne må anses som værende *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet, med baggrund i kravet om en sagkyndig erklæring om kreditorernes stilling.¹⁶⁹

På baggrund af ovenstående må det således antages, at *lex specialis*-vurderingen for henholdsvis udbytte og kapitalnedsættelse ligeledes burde gælde for fusioner. Dette vurderes særligt ud fra, at

¹⁶⁴ Kruhl, M. Chr., & Sørensen, O. B. (2014). *Kapitalejerlån & selvfinansiering*. (1. udg.). Karnov Group, s. 188.

¹⁶⁵ Ibid., s. 188-189.

¹⁶⁶ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 515.

¹⁶⁷ Kruhl, M. Chr., & Sørensen, O. B. (2014). *Kapitalejerlån & selvfinansiering*. (1. udg.). Karnov Group, s. 189.

¹⁶⁸ Werlauff, E. (2001). *Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv.* U2001B.381, s. 384.

¹⁶⁹ Werlauff, E. (2006). *Selvfinansieringsforbud contra lex specialis*. U2006B.365, s. 369.

fusionsreglerne indeholder selvstændige kreditorbeskyttelsesregler som nævnt i afsnit 2.3, hvorefter der skal udarbejdes en erklæring om kreditorens stilling, jf. SL § 242. I tilfælde af fravalg af denne erklæring, vil kreditorerne have fire uger efter offentliggørelsen til at anmelde deres krav til selskabet, jf. SL § 243. Det synes derfor usædvanligt, at en efterfølgende fusion, på trods af kreditorbeskyttelsesreglerne, skulle stride mod selvfinansieringsforbuddet, mens efterfølgende udbytte og kapitalnedsættelse skulle være uden for anvendelsesområdet. Det skal dog bemærkes, at Schaumburg-Müller og Werlauff fremhæver et behov for at teste Erhvervsstyrelsens praksis, idet styrelsen i nogen grad har haft mulighed for at følge sin egen fortolkning, grundet manglede retspraksis.¹⁷⁰

¹⁷⁰ Schaumburg-Müller, P., & Werlauff, E. (2020). *Selskabsloven med kommentarer*. (3. udg.). Djøf, s. 1103.

Kapitel 6 Perspektivering til ophævelsen af forbuddet mod kapitalejerlån

Dette kapitel har til formål at belyse både ligheder og forskelle mellem selvfinansieringsforbuddet i selskabslovens § 206 og det tidligere forbud mod kapitalejerlån i de daværende §§ 210–212, som var gældende indtil 1. januar 2025. Indledningsvist gennemgås de tidligere regler med henblik på at synliggøre deres forbindelse til reglerne om selvfinansiering. Gennemgangen vil ikke være udtømmende, da specialets fokus ikke er kapitalejerlån. Dernæst behandles det lovforslag, der ophævede de tidligere bestemmelser, hvorefter kapitlets afsluttende del skitserer sammenhængen mellem kapitalejerlån og selvfinansieringsforbuddet.

6.1 Dagældende §§ 210-212

Det bør i første omgang bemærkes, at kapitalejerlån er en samlet betegnelse for kapitalselskabers økonomiske bistand, herunder at stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed, til kapitalejere eller ledelsen i kapitalselskabet eller dets moderselskab samt disses nærtstående.

I den dagældende selskabslov var muligheden for kapitalejerlån reguleret i §§ 210–212, hvor et kapitalselskab direkte eller indirekte kunne stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for kapitalejere eller ledelsen i selskabet eller dets moderselskab, *såfremt* visse betingelser var opfyldt, jf. dagældende SL § 210, stk. 1. De betingelser der skulle være opfyldt for, at kapitalselskabet lovligt kunne yde økonomisk bistand var, jf. dagældende SL § 210, stk. 2; (i) den økonomiske bistand skulle kunne rummes inden for selskabets frie reserver og ydes på sædvanlige markedsvilkår, (ii) beslutningen skulle træffes af enten generalforsamlingen eller det centrale ledelsesorgan med bemyndigelse og (iii) beslutningen kunne først træffes efter aflæggelsen af selskabets første årsrapport.

Oprindeligt indeholdt aktieselskabsloven fra 1917 ingen bestemmelser, der forbød selskaber at yde lån til hverken kapitalejerne eller ledelsesmedlemmerne.¹⁷¹ Dog blev loven fortolket som, at der var et forbud mod disse lån.¹⁷² Senere blev denne praksis dog underkendt af Højesteret i U.1952 H. Forbuddet mod kapitalejerlån blev først indskrevet i dansk ret i 1952.¹⁷³

¹⁷¹ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 485.

¹⁷² Jf. U.1944.598Ø

¹⁷³ Betænkning nr. 362/1964 om revision af aktieselskabslovgivningen, s. 128 og Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 485.

I Betænkning nr. 1498/2008 anførte Moderniseringsudvalget, at det primære formål bag forbuddet mod kapitalejerlån var at beskytte selskabets kreditorer mod eventuelle tab.¹⁷⁴ Beskyttelsens skulle gennemføres ved at forhindre, at et selskabs kapitalejere eller ledelse bevilger lån til sig selv, der efterfølgende svækker selskabets kapitalberedskab og dermed kreditorerne. Særligt i situationer hvor en direktør, der tillige er hovedaktionær, vælger at optage et lån i selskabet, da direktøren ikke kan optage lån andetsteds. Her vil de almindelige markedskræfter være sat ud af spil, da lånet ikke nødvendigvis afspejler de sædvanlige markedsvilkår, herunder kredit- og risikovurdering, mens også eventuelle interessekonflikter kan opstå mellem selskabet og kapitalejeren.¹⁷⁵

Yderligere blev det i Betænkning nr. 1498/2008 anført, at det sekundære formål med forbuddet var i skatteretlig henseende, hvor det ikke skulle være muligt for en kapitalejer, at trække midler ud af selskabet uden at blive beskattet. Hvis kapitalejeren vælger at trække midler ud af selskabet i form af et lån, frem for eksempelvis udbytte, vil beskatningen af de udtrukne midler blive udskudt på ubestemt tid, hvormed de danske skattemyndigheder blev påført en kreditrisiko.¹⁷⁶

Frem til 2017 var bestemmelserne vedrørende kapitalejerlån udformet som et generelt forbud mod kapitalejerlån med følgende ordlyd:

*”Et kapitalsekskab må ikke direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for kapitalejere eller ledelsen i selskabet, jf. dog §§ 211-214.”*¹⁷⁷

Formuleringen blev ændret ved Lov nr. 1547 af 13. december 2016, således formuleringen fra 2017 og frem til ophævelsen i 2025 havde følgende ordlyd:

*”Et kapitalsekskab kan direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for kapitalejere eller ledelsen i selskabet, hvis betingelserne i stk. 2 er opfyldt.[...]”*¹⁷⁸

Ændringen af bestemmelsens ordlyd skete på baggrund af den daværende regerings vurdering, at en mindre restriktiv regulering og dermed lovliggørelse af kapitalejerlån fortsat ville varetage hensynet til selskabets kreditorer gennem de fremsatte betingelser. Betingelserne dækkede herunder kravet om

¹⁷⁴ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 485.

¹⁷⁵ Ibid., s. 485.

¹⁷⁶ Ibid., s. 485.

¹⁷⁷ L 2009-06-12 nr. 470 *Selskabsloven* (2011-03-01), § 210, stk. 1, 1. pkt.

¹⁷⁸ LBKG 2015-09-14 nr. 1089 *Selskabsloven* (2017-01-01), § 210, stk. 1, 1. pkt.

markedsvilkår, frie reserver, godkendelse af generalforsamlingen samt det centrale ledelsesorgans ansvar om forsvarligt kapitalberedskab.¹⁷⁹

Det blev også anført, at ændringen af ligningslovens § 16 E i 2012 medførte hjemmel til at beskatte kapitalejerlån, der blev ydet til en kapitalejer med bestemmende indflydelse, som enten løn eller udbytte. Det bemærkedes dog samtidig, at lån til ledelsesmedlemmer eller kapitalejere uden bestemmende indflydelse ikke var omfattet af ligningslovens § 16 E. Yderligere blev det i lovforslaget anført, at der ingen EU-retlige regler er på området for lån til kapitalejere eller ledelsesmedlemmer og de danske regler dermed var strammere end andre sammenlignelige lande.¹⁸⁰

Ændringen af ordlyden skulle dermed sikre en mere klar, enkel og effektiv selskabslovgivning, hvor virksomhederne fik øget fleksibilitet til blandt andet at yde kapitalejerlån.

6.2 Ophævelsen af §§ 210-212

Erhvervsministeriet blev, som led i regeringens 2030-plan, hvor det tilstræbes at nedskalere eller afskaffe statslige opgaver, sat til at vurdere deres ministerområde for at identificere regler, der enten kunne forenkles eller helt ophæves. Erhvervsministeriets vurdering endte ud i fremsættelsen af Lovforslag nr. L 72 den 5. november 2024, hvori det blev foreslået at ophæve bestemmelserne i SL §§ 210-212 om adgangen til at yde økonomisk bistand i form af kapitalejerlån til blandt andet selskabets kapitalejere og ledelsesmedlemmer.¹⁸¹ Lovforslaget blev vedtaget den 19. december 2024, med ikrafttræden 1. januar 2025.

I lovforslaget vurderede Erhvervsministeriet, om der efter afskaffelsen af betingelserne for kapitalejerlån fortsat ville være en tilstrækkelig beskyttelse mod økonomisk tab hos selskabets kreditorer. Her blev det anført, at kapitalejerlån fremover skal vurderes ud fra almindelige forretningsmæssige hensyn, mens det fortsat påhviler selskabets ledelse, at lånet er ydet i selskabets interesse, at det er forsvarligt i forhold til selskabets økonomiske situation, jf. SL §§ 115-118 samt at dispositionen ikke strider mod selskabsloven eller vedtægterne.¹⁸²

Erhvervsministeriet forholder sig yderligere også til det sekundære formål med reglerne om kapitalejerlån, navnlig den skatteretlige problemstilling ved at vælge kapitalejerlån frem for udbytte.

¹⁷⁹ Lovforslag nr. L 23, Folketinget 2016-17, s. 7-8.

¹⁸⁰ Ibid., s. 7-8.

¹⁸¹ Lovforslag nr. L 72, Folketinget 2024-25, s. 6.

¹⁸² Ibid., s. 7-8.

Her henviser Erhvervsministeriet til, ligesom ved Lovforslag nr. L 23, Folketinget 2016-17¹⁸³, at aktionærlån der ikke følger almindelige markedsvilkår, bliver beskattet som udbytte eller løn, jf. ligningslovens § 16 E.¹⁸⁴

Endelig anfører Erhvervsministeriet, at EU's selskabsdirektiv (EU) 2017/1132 kun stiller specifikke restriktioner omkring selvfinansiering, således at en begrænsning i kapital selskabernes adgang til at yde et kapitalejerlån ikke er et EU-retlig krav, men en dansk særregel.¹⁸⁵

Det må således antages, at Erhvervsministeriet mener, at beskyttelsen af selskabets kreditorer ikke er afhængig af betingelserne for kapitalejerlån, men snarere at beskyttelsen er tilstrækkelig sikret gennem selskabslovens bestemmelser om ledelsen i selskabets ansvar og kapitalafgangsreglerne i kapitel 11. Ligeledes er de skatteretlige regler struktureret på en sådan måde, at de danske skattemyndigheder ikke påføres en yderligere kreditrisiko ved en afkriminalisering af kapitalejerlån. Afslutningsvis vil afskaffelsen af betingelserne ikke stride mod EU-retten, da EU's selskabsdirektiv (EU) 2017/1132 ikke indeholder et forbud eller stiller særlige betingelser omkring kapitalejerlån. Afkriminaliseringen af kapitalejerlån, må på denne baggrund antages at bringe den danske selskabsret i nærmere overensstemmelse med de EU-retlige regler.

6.3 Forholdet til selvfinansiering

Der findes flere ligheder mellem reglerne om selvfinansiering og de dagældende regler om kapitalejerlån. Dette bemærkes allerede i Betænkning 362/1964, hvor det anføres, at de forslående regler om et forbud mod selvfinansiering egentlig falder uden for kapitalejerlån, men alligevel står i nær sammenhæng.¹⁸⁶ Selvfinansieringsforbuddet bygger på stort set samme princip og formål som kapitalejerlån, navnlig at beskytte selskabets kapitalberedskab og kreditorerne mod økonomiske tab, hvis selskabets midler anvendes økonomisk uhensigtsmæssigt.

Udover at principperne og formålet er tæt forbundet, findes der også en stor lighed mellem de opstillede betingelser for at kunne yde den økonomiske bistand lovligt herunder, at den økonomiske bistand ikke må overstige, hvad der kan udloddes til ordinært udbytte og at den skal være ydet på

¹⁸³ Lovforslag nr. L 23, Folketinget 2016-17, s. 7-8.

¹⁸⁴ Lovforslag nr. L 72, Folketinget 2024-25, s. 8.

¹⁸⁵ Ibid., s. 7.

¹⁸⁶ Betænkning nr. 362/1964 om revision af aktieselskabslovgivningen, s. 131.

sædvanlige markedsvilkår. Derudover findes der også en lighed af ordvalget i bestemmelserne, hvor genstandene, (i) stille midler til rådighed, (ii) yde lån og (iii) stille sikkerhed, går igen.

Selvom der eksisterer visse lighedspunkter mellem de to bestemmelser, foreligger der samtidig en række væsentlige forskelle. For at kunne yde lovlig selvfinansiering kræves det, som tidligere nævnt, at generalforsamlingen godkender dispositionen, jf. SL § 207, stk. 1, 1. pkt. Hermed kan der ikke fremsættes en bemyndigelse til selskabets centrale ledelsesorgan til at træffe en beslutning om at yde økonomisk bistand i forbindelse med selvfinansiering. Modsætningsvist gjaldt det for kapitalejerlån, hvor beslutningen kunne træffes af enten generalforsamlingen eller af selskabets centrale ledelsesorgan, såfremt der var bemyndigelse fra generalforsamlingen, jf. dagældende SL § 210, stk. 2, nr. 2. En anden væsentlig forskel, som også tidligere er beskrevet, findes i den retlige forankring. Selvfinansieringsforbuddet hviler på et EU-retlig rationale, hvorimod kapitalejerlån var et rent nationalt anliggende fra dansk side. Det forhold, at kun selvfinansieringsforbuddet er fastlagt i EU's selskabsdirektiv (EU) 2017/1132, forklarer i høj grad, hvorfor reglerne om kapitalejerlån kunne ophæves, mens selvfinansieringsforbuddet måtte opretholdes.

Det kan imidlertid undre, at EU-retten ikke har fastsat tilsvarende rammer for kapitalejerlån, særligt i lyset af de markante ligheder mellem de to forbuds principper og formål. Som tidligere nævnt har begge bestemmelser til formål at beskytte selskabets kapitalberedskab og kreditorernes interesser mod økonomiske tab. Det må antages, at EU-retten betragter den økonomiske bistand i forbindelse med erhvervelse af selskabets kapitalandele som mere risikobetonet og derfor mere indgribende end økonomisk bistand til eksisterende kapitalejere. Dog stiller Skjerbek¹⁸⁷ sig undrende og peger på, at det forekommer ulogisk og ubegrundet, at kreditorerne lider en større risiko blot fordi den økonomiske bistand anvendes i forbindelse med en erhvervelse.

Alligevel findes det ikke nødvendigvis så overraskende, at EU-retten ikke har underlagt kapitalejerlån de samme rammer som selvfinansiering. EU's selskabsdirektiv (EU) 2017/1132 indeholder allerede under Kapitel IV nogle generelle kapitalbeskyttelsesmekanismer, herunder regler om uddeling af selskabets midler i Afdeling 3 samt regler om forhøjelse og nedsættelse af kapital i Afdeling 5. Disse beskyttelsesmekanismer må alt andet lige vurderes at opretholde et beskyttelsesniveau der ikke nødvendiggør et behov for regulering af økonomisk bistand til kapitalejere m.v.

¹⁸⁷ Skjerbek, S. (2009). *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten* (1. udg.). Thomson Reuters, s. 252.

Hertil må også effekterne af de to dispositioner tillægges betydning, da de to dispositioner resulterer i to forskellige udfald. Ved anvendelse af selvfinansiering, vil dispositionen kunne ændre ejerstrukturen og dermed kontrolforholdet for selskabets kapitalberedskab. Modsætningsvis vil resultatet af et kapitalejerlån typisk være begrænset til eksisterende kapitalejere og dermed ikke udgøre en risiko for et skifte i kontrolforholdet af kapitalselskabet. Endvidere må det tilføjes, at hvis der anvendes lovlig selvfinansiering i form af enten lån eller sikkerhedsstillelse, vil selskabet som udgangspunkt opnå et tilgodehavende, enten i form af et tilbagebetalingskrav eller et regreskrav, jf. afsnit 5.4. På denne baggrund kan det siges, at det i visse aspekter giver god mening, at EU-retten anser økonomiske bistand i form af selvfinansiering som værende mere risikofyldt end økonomiske bistand i form af kapitalejerlån.

Kapitel 7 Konklusion

Nærværende kandidatspeciale har haft til formål at undersøge, hvorvidt en række selskabsretlige dispositioner kan anvendes som reelle og lovlige alternativer til selvfinansiering. De analyserede dispositioner omfatter udlodning af udbytte, kapitalnedsættelse og fusion, mens frasalg af aktiver behandles som en selvstændig, forretningsmæssig disposition uden for de selskabsretlige regulerede dispositioner.

Hvad angår udlodning af udbytte må det konkluderes, at dispositionen ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet forudsat, at udlodningen gennemføres i overensstemmelse med de relevante selskabsretlige formalia, jf. afsnit 5.3.2 og 5.4.1. Dette gælder både i relation til forudgående og til efterfølgende udlodning af udbytte.

I forlængelse heraf må tilsvarende konkluderes for kapitalnedsættelser. Her vil dispositionen ej heller være omfattet af selvfinansieringsforbuddet, såfremt de selskabsretlige formalia iagttages, jf. afsnit 5.3.3 og 5.4.2. Dette gælder både i relation til forudgående og til efterfølgende kapitalnedsættelser.

For så vidt angår frasalg af aktiver, vil disse som udgangspunkt ikke vil være omfattet af selvfinansieringsforbuddet, såfremt frasalget sker som led i en almindelig forretningsmæssig disposition og på foranledning af de eksisterende kapitalejere, jf. afsnit 5.3.1.

I forhold til fusion (og spaltning) foreligger der fortsat uenighed mellem den juridiske litteratur og Erhvervsstyrelsens administrative praksis om, hvorvidt lex specialis-vurderingen for henholdsvis udbytte og kapitalnedsættelse ligeledes burde gælde for fusioner. Det må ud fra de fastlagte selskabsretlige formalia vedrørende fusioner lægges til grund, at disse indeholder selvstændige kreditorbeskyttelsesregler, der opretholder samme formål som selvfinansieringsforbuddet, navnlig at beskytte kreditorerne mod økonomiske tab. Herefter vil en foreløbig konklusion være, at fusionsreglerne har forrang for selvfinansieringsforbuddet, jf. afsnit 5.4.3. Dog må den endelige konklusion herpå afvente domstolens stillingtagen til spørgsmålet.

Et fælles argument for dispositionernes lovlighed i forhold til selvfinansieringsforbuddet er, at uanset hvordan kapitalselskabets midler anvendes og hvilken disposition der foretages, påhviler det fortsat det centrale ledelsesorgan, at sikre et forsvarligt kapitalberedskab, jf. SL §§ 115–118 sammenholdt med § 179, stk. 2. Hertil bør det lægges til grund, at hovedparten af de behandlede selskabsretlige dispositioner indeholder selvstændige kapitalbeskyttelsesregler. Som det fremgår af afsnit 5.2, har de

selskabsretlige regler om kapitalafgang karakter af lex specialis i forhold til selvfinansieringsforbuddet. Dette bekræftes af Højesteret i U.2006.145H, hvor det fastslås, at hverken ordlyden eller forarbejderne til selvfinansieringsforbuddet udelukker, at en efterfølgende udlodning af udbytte, under iagttagelse af de selskabsretlige formalia, kan anvendes til betaling af akquisitionsgæld uden at stride mod selvfinansieringsforbuddet.

Endvidere må selvfinansieringsforbuddets oprindelige danske formål tages i betragtning, navnlig beskyttelsen af målselskabets kreditorer og aktionærer mod økonomiske tab, jf. afsnit 3.1. I EU-retlig sammenhæng er formålet tilsvarende at beskytte selskabsdeltagere og andre interessenter mod uhensigtsmæssige udtræk af selskabets midler. Disse beskyttelsesmekanismer må, på baggrund af det i specialet fremlagte, vurderes at fastholde den kreditor beskyttelse, som selvfinansieringsforbuddet har til formål at sikre. De selskabsretlige dispositioner der er behandlet, er hver især underlagt særskilte regler og procedurer, der netop har til formål at beskytte selskabets kreditorer og sikre en ansvarlig forvaltning af selskabets kapital.

Sammenfattende kan det således konkluderes, at de ovenstående analyserede dispositioner, kan anvendes som reelle og lovlige alternativer til selvfinansiering, såfremt alle selskabsretlige formalia i øvrigt er iagttaget.

Kapitel 8 Litteraturliste

8.1 Bøger

Bunch, L., & Rosenberg, I. M. (2018). *Selskabsloven med kommentarer* (Elektronisk udgave, 3. udg.). Karnov Group.

Egholm Hansen, J., Lundgren, C., & Nørremark, M. (2024). *Køb og salg af virksomheder* (7. udg.). Djøf.

Kruhl, M. Chr., & Sørensen, O. B. (2014). *Kapitalejerlån & selvfinansiering* (1. udg.). Karnov Group.

Kure, H. (2021). *Finansieringsret* (3. udg.). Karnov Group.

Schaumburg-Müller, P., & Werlauff, E. (2020). *Selskabsloven med kommentarer* (3. udg.). Djøf.

Schans Christensen, J. (2024). *Selskabsloven med kommentarer* (2. udg.). Karnov Group Denmark A/S.

Skjerbek, S. (2009). *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten* (1. udg.). Thomson Reuters.

Tvarnø, C. D., & Nielsen, R. (2017). *Retskilder og retsteorier* (5. reviderede udg.). Jurist- og Økonomforbundet.

Werlauff, E., Guldbæk Larsen, L., & Riskjær Larsen, D. (2010). *Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb* (1. udg.). Gjellerup.

Werlauff, E. (2019). *Selskabsret*. (11. udg.). Karnov Group.

8.2 Tidsskrifter

Bunch, L., & Nielsen, J.-C. (2008). Selskabslovgivningens forbud mod selvfinansiering. *Revision & Regnskabsvæsen*, 2008(12), RR.2008.12.

Kure, H. (2011). Lovlig selvfinansiering. U2011B.293.

Lund-Andersen, J. (2012). Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering. U2012B.119.

Serup, M. (1996). (U)lovlig anvendelse af et selskabs midler. *Revision & Regnskabsvæsen*, RR.1996.32.

Serup, M. (1996). *Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet*. U1996B.72.

Werlauff, E. (2001). *Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv.* U2001B.381.

Werlauff, E. (2006). *Selvfinansieringsforbud contra lex specialis*. U2006B.365.

8.3 Lovgivning og lovforarbejder (motiver)

8.3.1 Betænkninger

Betænkning nr. 362/1964 om revision af aktieselskabslovgivningen.

Betænkning nr. 540/1969 om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning.

Betænkning nr. 690/1973 om sammenslutningen BOSS OF SCANDINAVIA.

Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten.

8.3.2 Folketingstidende

Folketingstidende 1972–1973 Tillæg C.

Folketingstidende 1972–1973 Forhandlingerne.

Folketingstidende 1981–1982 (2. samling) Tillæg C.

Folketingstidende 1981–1982 (2. samling) Forhandlingerne.

8.3.3 Lov m.v.

Lov nr. 370 af 13. juni 1973.

Lov nr. 371 af 13. juni 1973.

Lov nr. 283 af 9. juni 1982.

Lov nr. 378 af 22. maj 1996.

LFV 2009-05-29.

Lov nr. 1547 af 13. december 2016.

L 2009-06-12 nr. 470 Selskabsloven.

LBKG 2015-09-14 nr. 1089 Selskabsloven.

LBKG 2025-03-20 nr. 331 Selskabsloven.

8.3.4 Lovforslag

Lovforslag nr. L 125, Folketinget 2003-04

Lovforslag nr. L 170, Folketinget 2008-09

Lovforslag nr. L 23, Folketinget 2016-17

Lovforslag nr. L 72, Folketinget 2024-25

8.3.5 Bekendtgørelser

Bekendtgørelse nr. 275 af 25. marts 2010 om lån m.v. til udenlandske moderselskaber.

Bekendtgørelse nr. 534 af 28. maj 2024 om lån m.v. til udenlandske moderselskaber.

8.3.6 EU-direktiver og EU-forslag

Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 (kapitaldirektivet).

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/68/EF af 6. september 2006.

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2012/30/EU af 25. oktober 2012.

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2017/1132 af 14. juni 2017.

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af Rådets direktiv 77/91/EØF for så vidt angår stiftelse af aktieselskaber samt bevarelse og ændring af disses kapital (KOM(2004) 730 endelig).

8.4 Domme, afgørelser og kendelser

U1944.598Ø.

U1952H.

U1970.96H.

U1970.795H.

U1970.803H.

U1973.417H.

U1997.444H (konsulentdommen).

U1999.1429V.

U2000.2003H.

U2006.145H (Procuritas).

TfS2004.623Ø (Digidan).

Erhvervsankenævnet Kendelse af 27. marts 2020.

8.5 Rapporter

The Report of the Company Law Committee – the Jenkins Committee Cmnd. 1749 (1962)

Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on The Simplification of The First and Second Company Law Directives. (1999)

Rapport fra Kommissionen til Europa-Parlamentet og Rådet – Om resultaterne af fjerde fase af SLIM af 4. februar 2000 (KOM(2000)56).

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

Meddelelse fra Kommissionen til Rådet og Europaparlamentet om modernisering af selskabsretten og forbedret virksomhedsledelse i Den Europæiske Union – vejen frem; KOM (2003) 284.